

## Régionale ou mondiale ? Les enjeux de l'intégration monétaire et financière en Asie.

GARNET Annual International conference 2008. Mapping integration and regionalism in a Global World. The EU and regional governance outside the EU.

Bruno Jetin, CEPN-IRD, [bjetin@yahoo.fr](mailto:bjetin@yahoo.fr)

### Résumé.

La crise de 1997-98 en Asie a engendré un débat sur l'intégration monétaire et financière régionale. Comme en Europe, certains y voient la possibilité de constituer un « bouclier » contre l'instabilité provenant de la mondialisation financière. A y regarder de plus près, le « régionalisme financier » est cependant une notion qui manque de consistance sauf si l'ambition est d'aboutir à terme à la création d'une monnaie asiatique. Cette ambition étant peu partagée, le régionalisme financier pourrait sombrer dans l'intégration pure et simple à la finance mondiale. On aboutirait ainsi au résultat opposé au projet initial.

### Introduction.

La crise de 1997-1998 a révélé l'ampleur de la dépendance financière de l'Asie vis-à-vis de la finance internationale. Elle a relancé un débat ancien concernant la création d'un système monétaire et des marchés financiers régionaux. Pour certains <sup>(1)</sup> l'existence d'une monnaie commune voire unique avant la crise, aurait réduit voire évité la dépendance envers le dollar et les conséquences dramatiques des fortes dévaluations des monnaies asiatiques. Si de plus un marché régional des obligations souveraines avait existé, la course vers la qualité aurait pu se diriger au moins partiellement vers les titres des États asiatiques ce qui aurait limité la fuite des capitaux dont les marchés obligataires des États-Unis et de l'Europe ont intégralement profité <sup>(2)</sup>. Maintenant que la crise est résorbée, un nouvel argument milite en faveur du régionalisme financier. En raison de leurs surplus commerciaux, les pays asiatiques exportent des capitaux pour l'essentiel vers les États-Unis, où ils s'investissent en bons du Trésor à faible rendement, puis une partie de ces capitaux leur revient sous forme de crédits bancaires à court-terme libellés en dollars à taux élevés. Autrement dit l'intermédiation financière est réalisée à l'étranger au grand profit des banques américaines et européennes et aux dépens des économies asiatiques qui se financent à

---

<sup>1)</sup> C'est par exemple la position défendue par Haruhiko Kuroda, (2004), président de la Banque Asiatique du Développement (ADB).

<sup>2)</sup> La fuite des capitaux privés hors des cinq pays les plus affectés par la crise de 1997-98 (l'Indonésie, la Corée, la Malaisie, les Philippines et la Thaïlande) a atteint environ 100 milliards de dollars, ce qui représente un peu moins de 5% de l'épargne d'avant crise des cinq pays en question combinée à celle de la Chine, de Hong Kong, du Japon, de Singapour et de Taïwan, et environ 15% des réserves de changes de ces 10 pays. Selon S. Ghon Rhee (2003), ces chiffres indiquent que l'Asie de l'est disposait du potentiel nécessaire pour faire face à la crise si les marchés financiers et les institutions adéquats avaient existé.

un coût plus élevé. Ce système de financement, caractérisé par une double asymétrie (mismatch), l'asymétrie de devises et l'asymétrie du terme du financement <sup>(3)</sup>, entretient une fragilité financière à laquelle les gouvernements asiatiques voudraient mettre fin en rapatriant l'intermédiation financière en Asie. La création d'un marché obligataire régional devrait permettre à l'épargne asiatique, particulièrement abondante, de financer le développement économique sans faire le détour par les États-Unis et l'Europe, les banques pouvant se financer auprès de ce marché régional. Ce marché obligataire régional pourrait aussi contribuer à la formation d'un système monétaire asiatique à l'instar de l'ancien système monétaire européen pouvant déboucher à long terme sur une monnaie asiatique unique.

Ces perspectives d'intégration régionale soulèvent des questions complexes pour lesquelles on ne dispose pas toujours d'analyses théoriques, ou bien de théories convaincantes. Ainsi, il existe bien une théorie dite de la « zone monétaire optimale » qui cherche à établir si un ensemble de pays a intérêt à adopter une monnaie commune pouvant déboucher sur une monnaie unique. Par contre, il n'existe pas de théorie de la « zone financière optimale » établissant à quelles conditions des pays appartenant à une même entité ont intérêt à unifier leurs marchés financiers nationaux. Le lien entre l'intégration monétaire et l'intégration financière n'est pas non plus clairement établi. L'intégration financière est-elle concevable sans intégration monétaire ? Doit-elle précéder ou suivre l'intégration monétaire ? Les critères qui justifient l'intégration financière sont-ils nécessairement compatibles avec ceux de l'intégration monétaire ou peuvent-ils être contradictoires ?

En l'absence de réponse claire, on est alors tenté de se tourner vers l'histoire de l'intégration régionale. L'Union Européenne (UE) est évidemment l'exemple le plus cité car le plus abouti. L'intégration commerciale culminant dans la création du marché unique a été suivie après plusieurs décennies par une intégration monétaire débouchant sur la monnaie unique. Mais plusieurs années après la création de l'euro, l'UE cherche encore à parachever l'intégration des marchés financiers de ses pays membres de sorte qu'une transaction financière quelconque puisse se réaliser dans les mêmes conditions et au même coût quelque soit sa localisation au sein de l'Union <sup>(4)</sup>. Est-ce à dire que les pays asiatiques devraient suivre la même séquence ? Par ailleurs l'intégration économique, monétaire et financière de l'Europe s'est appuyée sur une aspiration à l'unité politique, qui, bien que contestée et âprement débattue dans son ampleur et son contenu, est néanmoins réelle chez une fraction importante de la population. Cette volonté politique a permis la constitution de nombreuses institutions qui mettent en œuvre le processus d'intégration dans de nombreux domaines. Elle a aussi permis de résoudre les nombreuses crises qui ont émaillé le processus d'intégration. Une telle volonté politique est absente en Asie de l'est en raison des conflits non résolus hérités de la seconde guerre mondiale, du passé colonial encore récent qui exacerbe un nationalisme peu propice à la délégation de pouvoir, et de l'existence de deux candidats

---

<sup>3)</sup> L'asymétrie de devises (currency mismatch) peut se produire lorsque des projets d'investissement sont financés en devises mais génèrent des recettes en monnaie locale. L'asymétrie de maturité (maturity mismatch) peut se produire lorsque des projets de long terme sont financés par des prêts de court terme.

<sup>4)</sup> Voir les deux rapports Giovanini (2001, 2003) et les directives de l'UE sur les services financiers transfrontaliers.

au leadership régional, le Japon et la Chine. L'Asie de l'est ne dispose ainsi ni de l'équivalent du couple franco-allemand dans l'UE, ni d'un leader incontesté comme les États-Unis dans le cas de l'Alena. S'il devait y avoir une intégration monétaire, serait-ce autour du yen ou du yuan ? <sup>(5)</sup>

L'absence et le besoin d'une volonté politique forte se matérialisant par la création d'institutions régionales effectives est au cœur des débats concernant l'intégration économique de l'Asie de l'est, que l'on caractérise souvent comme tirée par le marché. Jusqu'où peut aller l'intégration économique sans volonté politique significative ? En ce qui concerne l'intégration économique définie comme l'intégration par le commerce et l'investissement régional, certains ont une vision optimiste. Pour C.R. Henning (2004), l'intégration économique peut se poursuivre même en l'absence d'institutions régionales robustes <sup>(6)</sup> et peut atteindre un niveau élevé même sans intégration monétaire et financière <sup>(7)</sup>. Un projet d'intégration politique peut sans aucun doute renforcer l'intégration économique, mais n'est pas pour autant indispensable <sup>(8)</sup>. Si l'aspiration à la paix est évidemment une condition nécessaire, un accord politique minimal sans aspiration à l'unité politique peut être suffisant. Au contraire, l'intégration monétaire et financière réclame elle un accord politique fort débouchant à terme sur des institutions régionales solides. C'est par exemple la position défendue par T. Bayoumi et B. Eichengreen (1999) pour qui la coordination des politiques macro-économiques nécessaires à la mise en place d'un flottement coordonné des monnaies asiatiques, sans parler d'un système monétaire asiatique et a fortiori d'une monnaie unique, suppose un renoncement à la souveraineté de la politique monétaire nationale, crée des gagnants et des perdants, ce qui suppose des gouvernements qui en assument le coût politique, réalisent des compromis, et mettent en place les compensations nécessaires. B. Cohen (2003) va plus loin en soulignant le rôle primordial de la dimension politique des unions monétaires et rappelle qu'aucune union monétaire n'a vu le jour à partir de la seule reconnaissance des avantages économiques supposés. De ce point de vue, la création de l'euro s'explique peut être plus par la volonté de poursuivre l'intégration politique de l'Union Européenne que par les seuls arguments économiques largement controversés.

Le contexte international est par ailleurs radicalement différent et constitue un obstacle supplémentaire. L'intégration européenne a débuté près de 40 ans avant que

---

<sup>5)</sup> La constitution d'un panier de monnaies comme l'a été en son temps l'ECU, ne résout pas totalement la question. Malgré l'ECU, l'intégration monétaire européenne s'est de fait réalisée à partir d'un ancrage sur le Deutschmark et les conditions imposées par la Bundesbank. La politique du « franc fort » poursuivie en France durant les années 1980 en est un exemple.

<sup>6)</sup> Ainsi selon lui, le commerce intra-régional de l'Asie de l'est est plus élevé que celui de l'Alena qui dispose pourtant d'institutions plus élaborées.

<sup>7)</sup> Ni l'Asie de l'est, ni l'ALENA, ni le Mercosur, n'ont cherché à établir un système monétaire ou financier commun. Les initiatives prises en Asie datent d'après la crise de 1997. Pourtant le degré de commerce régional de l'Asie de l'est correspond à celui de l'UE à 6 de 1970, qui s'était déjà engagée cette année-là à constituer une union économique et monétaire pour 1980. Le « serpent monétaire européen » sera constitué en 1973, puis le système monétaire européen en 1979. Cf. C.R. Henning, op cit p 80.

<sup>8)</sup> L'adhésion de la Grande-Bretagne, de l'Irlande et du Danemark peut difficilement s'expliquer par la volonté de participer à une union politique toujours plus étroite. Il en est de même de certains nouveaux pays membres. Cf. C.R. Henning, 2004, p 88.

le processus de globalisation ne s'affirme comme une réalité tangible <sup>(9)</sup>. Le processus d'intégration asiatique s'affirme lui bien après. La pertinence de l'intégration régionale s'en trouve immédiatement questionnée : après tout, l'OMC est chargée de promouvoir le libre-échange ; l'ancrage plus ou moins rigide au dollar est déjà une réalité pour la majorité des pays asiatiques ; et l'intégration directe aux marchés financiers internationaux est déjà bien entamée.

Dans ces conditions, on peut légitimement s'interroger sur la justification du processus d'intégration est-asiatique. On se concentrera tout d'abord sur deux aspects : l'intégration monétaire (première partie) et l'intégration financière (deuxième partie). On présentera ensuite l'état de l'intégration financière en Asie de l'est et on analysera les initiatives prises par les États pour développer le marché obligataire (troisième partie).

## 1. L'intégration monétaire.

Malgré l'importance du politique dans les processus d'intégration monétaire, la théorie économique dominante dans ce domaine, la théorie de la zone monétaire optimale, se veut apolitique. Selon ses concepteurs, R. Mundell, (1961) et R. Mc Kinnon (1963), des pays dont les prix et les salaires sont relativement rigides ont intérêt à créer une union monétaire, c'est-à-dire établir une parité fixe entre leur taux de change, si ces pays se sont déjà fortement intégrés par le commerce, les flux de capitaux et de travail ; s'ils sont sujets à des chocs macroéconomiques simultanés et de même nature rendant inutile le recours à la dévaluation ; si leur gouvernement ont les mêmes préférences entre l'inflation et la croissance, et s'ils ont la volonté de coordonner leur politique macro-économique. Autrement dit lorsque leurs structures économiques et sociales sont déjà proches, adopter une monnaie unique vient parachever leur intégration. Un premier problème est de savoir à partir de quel seuil on considère qu'un critère est rempli. Par exemple, le commerce intra-régional doit-il représenter 50% du commerce total ou plus ? A partir de quel seuil considère-t-on que la mobilité du capital et du travail est suffisante ? Le deuxième problème est de savoir si tous les critères doivent être respectés ou seulement certains d'entre eux, et dans ce cas lesquels ? La confusion règne et la tentative de certains auteurs (T. Bayoumi et alii, 1999) de la dissiper en construisant un indice reflétant la moyenne des critères ne résout pas le problème <sup>(10)</sup>. Des travaux théoriques récents contournent en partie le problème en minorant l'importance du respect préalable de ces critères. La théorie de la « zone monétaire optimale endogène » (J. Frankel, A. Rose, 1998) affirme que des pays satisfaisant raisonnablement les conditions préalables ont intérêt à créer une union monétaire, car une monnaie unique stimulera leur intégration future. Les conditions seront alors

---

<sup>9)</sup> Il est évidemment impossible de donner une date précise au début du processus de globalisation que certains contestent même au motif que l'histoire a déjà présenté des phases équivalentes d'internationalisation. Pour notre part, on prendra comme référence, le milieu des années 1980, au moment où le libre-échange et la déréglementation, le décloisonnement et la désintermédiation financière progressent significativement et stimulent le commerce international et provoquent une envolée de l'investissement international (F. Chesnais, 1997).

<sup>10)</sup> L'indice ne prend pas en compte l'ensemble des critères mais plus fondamentalement se pose le problème de la pondération des critères : sont-ils d'une égale importance ou obéissent-ils à une hiérarchie et dans ce cas laquelle ?

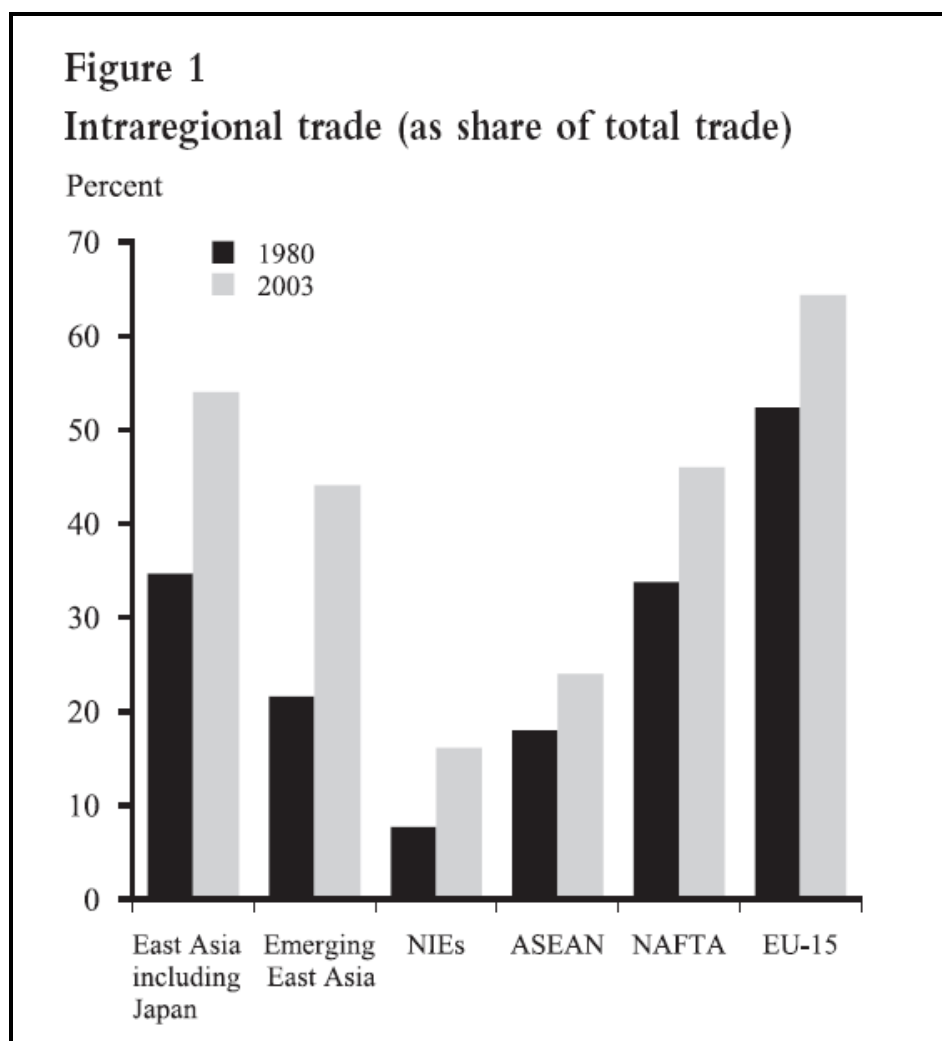
définitivement remplies. Appliquée à l'UE, cette théorie permet de justifier a posteriori la création de l'euro même si tous les critères de la « zone monétaire optimale » n'étaient pas remplis au préalable par tous les pays parties prenantes. L'intégration monétaire, au besoin à marche forcée, trouve un nouvel argument dans le sens où elle est supposée stimuler la convergence réelle, en l'occurrence celle des économies européennes. Au-delà du problème posé par le respect de ces critères, le problème essentiel est finalement l'utilisation qui en est faite. La théorie de la zone monétaire optimale sert de cheval de Troie pour accentuer la flexibilité des salaires et de l'emploi, accentuer le libre-échange et démanteler les contrôles de capitaux, mener des politiques monétaires restrictives au nom de la lutte contre l'inflation. Autant d'éléments parties intégrantes des politiques d'ajustement structurel et du « consensus de Washington » dont le constat de faillite a pourtant été dressé <sup>(11)</sup>. Malgré ces critiques, il n'en demeure pas moins que les critères retenus par la théorie de la zone monétaire optimale sont utiles pour juger du degré d'intégration structurelle des économies et méritent à ce titre d'être étudiés.

### **1.1 L'Asie de l'Est est-elle une zone monétaire optimale ?**

De nombreux travaux ont cherché à répondre à cette question, mais aucun consensus ne s'est établi, même si une majorité des travaux répond par l'affirmative. La réponse varie selon les critères, la période étudiée, la zone géographique et la méthodologie retenus. Par ailleurs si les critères ne sont pas tous remplis actuellement, la croissance élevée des pays asiatiques et la transformation structurelle rapide qu'elle entraîne, permet d'anticiper raisonnablement qu'ils pourraient l'être à moyen terme. Pour résumer ces travaux, on prendra comme fil conducteur l'étude de M. Kawai et T. Motonishi (2005), qui est à la fois récente et la plus exhaustive en ce qu'elle analyse tous les critères, utilise des méthodes différentes, et couvre l'ensemble de l'Asie de l'est, en particulier la Chine, ce que n'avait pas fait la plupart des études précédentes. Sur le plan commercial, le graphique n°1 montre que le degré

---

<sup>11)</sup> Voir entre autres J. Stiglitz (2002) en particulier le chapitre 2 (« les promesses non tenues ») et Ha Joon Chang (2003) qui montre comment la faillite du consensus de Washington permet de repenser autrement le problème du développement.



Source : R. Glick, 2005

d'intégration commerciale est très différent selon la zone géographique retenue, même si la tendance générale est orientée à la hausse <sup>(12)</sup>.

Si l'on se réfère à l'Asie de l'est au sens le plus large du terme, c'est-à-dire « l'Asie de l'est émergente » <sup>(13)</sup> dont la Chine, et que l'on y inclut le Japon, l'intégration commerciale apparaît forte et en augmentation rapide. Le commerce intra-régional est passé de 34,7% en 1980 à 54% en 2003, soit un niveau comparable à l'Union Européenne à 15 en 1980 (52,4%), au moment où l'intégration monétaire était déjà bien entamée, et en tout cas supérieur à celui de l'ALENA en 2003 (46%). Sans le Japon, La zone « Asie de l'est émergente », continue de présenter un commerce intra-régional élevé passant de 21,6% en 1980 à 44,1% en 2003, c'est-à-dire presque autant que l'ALENA (NAFTA). Mais par contre, les nouveaux pays industriels (NIEs) ne

<sup>12)</sup> Nous reprenons le graphique réalisé par R. Glick (2005), à partir de M. Kawai et T. Motonishi, (2005).

<sup>13)</sup> La zone « Asie de l'est émergente » comprend : la Chine, les nouveaux pays industriels (Hong Kong, la Corée du Sud, Singapour et Taïwan), et 9 pays de l'ASEAN (Brunei, le Kampuchéa, l'Indonésie, le Laos, la Malaisie, le Myanmar, les Philippines, la Thaïlande et le Vietnam).

commercent pas beaucoup entre eux (16,1% en 2003), et l'ASEAN (y compris Singapour) guère plus (24%). Autrement dit, l'intégration commerciale ne justifie l'intégration monétaire que si au moins l'un des deux grands pays de la région (le Japon ou la Chine) en fait partie.

L'intégration productive régionale par l'Investissement Direct Étranger (IDE) a aussi fortement progressé même si elle reste inférieure au niveau atteint en Europe. La part des IDE intra-régionaux atteint 40% en 2001 dans l'ensemble formé par l'ASEAN, la Chine, Hong Kong, Taiwan et la Corée, (E. Sakakibara, S. Yamakawa, 2004). La même année, elle est de 49% dans l'UE-15. En 2002, selon la CNUCED (2005) les flux d'IDE intra-régionaux s'élevaient à 46% dans l'ensemble formé par l'Asie et l'Océanie <sup>(14)</sup> contre 66% dans l'UE15. Bien qu'inférieure au niveau atteint en Europe, l'intégration régionale par l'investissement étranger est en passe de devenir majoritaire en Asie. Pour l'essentiel, elle correspond à la constitution ou à l'approfondissement de réseaux de production globaux et régionaux par les firmes multinationales occidentales ou asiatiques <sup>(15)</sup>. Ces réseaux intègrent productivement et commercialement les pays asiatiques et en leur sein des donneurs d'ordre et des fournisseurs étrangers, mais aussi de plus en plus de fournisseurs et de prestataires de services locaux <sup>(16)</sup>. L'importance du commerce de pièces et composants, en particulier dans l'électronique, est un révélateur de l'intégration productive des pays asiatiques par ces réseaux globaux, mais aussi de l'intégration productive par des réseaux régionaux. Entre 1985 et 2001, la part des machines et matériel de transport dans les exportations intra-régionales de l'Asie de l'Est est ainsi passée de 18,1% à 47,1% (F. Ng, A. Yeats, 2003, p 34-36). Le phénomène a été particulièrement intense en Malaisie, aux Philippines, à Singapour, en Thaïlande, et plus récemment en Chine. La Chine est devenue un centre majeur d'assemblage de pièces et composants fabriqués par le Japon et les autres pays asiatiques, les produits finis étant ensuite exportés vers les États-Unis et l'UE. On constate à nouveau qu'une intégration monétaire qui exclurait le Japon ou la Chine aurait du mal à trouver sa cohérence.

La mobilité du travail est considérée comme un critère important par R. Mundell. Si un pays est frappé par un choc asymétrique, une partie de ses travailleurs émigreront, notamment dans les pays voisins, ce qui permettra de réduire le chômage et d'éviter de recourir à une dévaluation pour relancer l'économie. Ce mécanisme joue globalement un rôle limité en Asie car une part importante des émigrants se dirigent vers d'autres régions du monde et du fait des restrictions légales à la mobilité du travail. Selon C. Manning (2000), la part des travailleurs migrants légaux et illégaux dans l'emploi serait de 25 à 27% à Singapour, de 10 à 15% en Malaisie, 5 à 7% à Hong Kong,

---

<sup>14)</sup> Il s'agit d'un ensemble géographique plus large. Outre l'Océanie, la CNUCED inclut dans l'Asie, ce qu'elle appelle l'Asie de l'ouest, c'est-à-dire les pays d'Asie mineure et du moyen orient.

<sup>15)</sup> Les réseaux de production transfrontières font l'objet de nombreuses définitions et d'une littérature importante. Voir entre autres, M. Borrus, D. Ernst, S. Haggard (2000), P. Athukorala (2003) et S. Yussuf, 2004.

<sup>16)</sup> En Asie, l'expression "logistique externalisée" (third-party logistics) prend corps pour désigner l'externalisation de la logistique par les firmes multinationales à des prestataires spécialisés qui s'occupent non seulement du transport multimodal des composants mais aussi de toutes les démarches administratives (voir S. Yussuf, 2004).

mais seulement de 1 à 2% au Japon <sup>(17)</sup>, à Taiwan, en Corée et en Thaïlande. J. Goto et K. Hamada (1994), souligne que la mobilité du travail n'était pas plus élevée en Europe au début des années 1990 avant l'adoption de l'euro (pas plus qu'elle ne l'est depuis). Mais cette faible mobilité est compensée par une flexibilité du travail beaucoup plus forte en Asie qu'en Europe, ce qui augmente la possibilité d'absorber rapidement un choc macroéconomique par une variation de l'emploi et des salaires (T. Bayoumi, B. Eichengreen, 1999). Autrement dit, la flexibilité du travail, plus que la mobilité faciliterait la fixation des taux de change.

Les résultats sont plus mitigés concernant l'interdépendance macroéconomique qui est souvent considérée comme le critère le plus important. Sur la période 1980-2002, les taux de croissance du PIB et de la consommation en terme réel, de la FBCF, de l'inflation, des variables financières, sont en général fortement corrélés entre le Japon, les NPI et les pays de l'ASEAN à revenu intermédiaire et élevé, mais pas avec la Chine, les Philippines et les pays de l'ASEAN à faible revenu (Cambodge, Laos, Myanmar) (M. Kawai, T. Motonoshi, op cit). Cette interdépendance entre certains des pays cités a pu être observée durant la crise de 1997-98 et la reprise de 1999-2000.

Cependant l'existence d'une corrélation entre les principales variables macroéconomiques d'un groupe de pays ne suffit pas à établir une interdépendance structurelle car les fluctuations des variables reflètent l'effet combiné des chocs qui affectent une économie et l'effet des politiques menées en réaction à ces chocs. C'est pourquoi de nombreux travaux économétriques cherchent à établir si la similitude observée s'explique bien par chocs qui affectent les pays de la même manière (chocs symétriques) auquel cas les pays est-asiatiques formeraient bien une zone monétaire optimale. Sur ce point, l'article de T. Bayoumi et B. Eichengreen (1993) fait référence car il établit une approche théorique et empirique qui a donné par la suite naissance à de nombreux travaux. On suppose que les aspirants à une zone monétaire optimale peuvent être caractérisés par une fonction d'offre et de demande commune, présentant à court terme les caractéristiques habituelles. Mais sur le long terme, on suppose que la fonction d'offre est verticale si bien que tout choc prolongé de la demande entraîne une hausse des prix telle que la production revient à son point de départ. Ce choix théorique, en droite ligne de l'interprétation monétariste de la courbe de Philipps, est critiquable car il nie toute influence réelle à long terme de la demande sur le processus de croissance. Par contre, un choc d'offre positif augmente les capacités de production de l'économie et permet sur le long terme d'augmenter la production tout en baissant les prix. C'est pourquoi les investigations économétriques, qui s'appuient sur la méthode de Blanchard et Quah (1989), privilégient les chocs d'offre qui sont censés refléter des changements structurels communs s'ils sont symétriques et négligent les chocs de demande qui reflètent souvent une mauvaise gestion économique dont les effets ne sont que transitoires.

L'étude de M. Kawai et T. Motonoshi (2005) est représentative de cette démarche. Ils trouvent que le Japon et la Corée présentent des chocs d'offre fortement corrélés entre eux et avec Hong Kong, Singapour, la Malaisie, la Thaïlande et l'Indonésie. Hong Kong et Singapour ont par ailleurs des chocs d'offre corrélés avec la

---

<sup>17)</sup> Il s'agit dans ce cas de l'immigration totale et pas seulement des salariés migrants.



Malaisie, la Thaïlande et l'Indonésie. La seule exception est à nouveau les Philippines qui ne présentent aucune corrélation. Mais surtout, la Chine se distingue par des chocs d'offre négativement corrélés avec les autres pays d'Asie de l'Est, ce qui crée une difficulté significative dans la perspective d'une zone monétaire commune <sup>(18)</sup>. La corrélation des chocs de demande est dans l'ensemble plus faible. Les chocs de demande du Japon sont uniquement corrélés avec ceux des Philippines. Ceux de la Corée sont uniquement corrélés avec ceux de la Chine, de Taiwan de Singapour et de la Thaïlande.

Au final, selon M. Kawai et T. Motonoshi (2005) l'Asie de l'Est dans son acceptation la plus large (ASEAN +3, plus Taiwan et Hong Kong) ne forme pas une zone monétaire optimale. La Chine est certes intégrée sur le plan du commerce et de l'investissement étranger mais pas du point de vue financier et macroéconomique. Les pays pauvres de l'ASEAN ne sont pas non plus suffisamment intégrés. Cependant, plusieurs pays et territoires importants de la région, le Japon, la Corée, Taiwan, Singapour, Hong Kong, la Malaisie et la Thaïlande respectent d'ores et déjà les critères d'intégration. L'Indonésie et les Philippines en sont proches. Une union monétaire entre ces pays est donc envisageable.

Ces résultats sont comparables à la majorité des travaux économétriques (voir tableau n°1 en annexe). Aucun ne conclut à l'existence d'une seule zone monétaire optimale pour l'ensemble de l'Asie de l'est, avec notamment la présence simultanée du Japon et de la Chine, mais plutôt à l'existence de deux (S.Y. Kwack, 2003 ; S. Kawasaki, E. Ogawa, 2003 ; J.W. Lee, Y.C. Park, K. Shin, 2002) voire trois zones (E. Cowan, K. Sato, Z. Zhang, 2005) qui incluent soit le Japon, soit la Chine ; ou d'une seule zone mais sans aucun des deux pays (Y. Huang, F. Guo, 2006 ; J. Goto, 2002). Certains travaux (T. Bayoumi et B. Eichengreen 1999, puis T. Bayoumi B. Eichengreen, P. Mauro (2000) <sup>(19)</sup> concluent que dans l'ensemble ces pays respectent les critères d'une zone monétaire optimale presque aussi bien que les pays de l'UE au moment où ils se préparaient à l'union monétaire en 1987. A partir d'une méthodologie différente, J. Goto (2002) trouve un résultat identique. Les 6 pays qu'il étudie <sup>(20)</sup> ont des chocs d'offre presque aussi symétriques que les pays de l'UE au cours des années 1990. T.H. Ng (2002) trouve même une corrélation des chocs élevée pour les 5 pays fondateurs de l'ASEAN plus forte que celle des pays européens. Il conclut à une union monétaire possible entre l'Indonésie, Singapour et la Malaisie qui présentent les degrés de synchronisation les plus élevés, tout en respectant les autres critères d'optimalité. Enfin

---

<sup>18)</sup> Cette dissociation de la Chine concerne le court terme, car les chocs d'offre et de demande estimés sont des chocs de court terme. Sur le long terme, certains auteurs sont plus optimistes car ils détectent une convergence forte entre la Chine, Le Japon et la Corée. Voir Y-W. Cheung (2004) et H. Kim, W. Moon et D. R. Yoon (2004).

<sup>19)</sup> Les trois auteurs étudient 9 pays de l'ASEAN pour les critères commerciaux mais seulement 5 pour l'analyse des chocs macroéconomiques : L'Indonésie, la Malaisie, Singapour, la Thaïlande et les Philippines. Les 3 premiers pays présentent des chocs symétriques, les deux derniers des chocs asymétriques ce qui selon eux rappellent la situation de la France et de l'Allemagne dans le premier cas, de l'Italie et de l'Espagne dans le deuxième.

<sup>20)</sup> L'Indonésie, la Corée, la Malaisie, Les Philippines, Singapour et la Thaïlande. J. Goto estime une fonction d'investissement sur les décennies 1980 et 1990 puis analyse le degré de synchronisation des chocs d'investissement en appliquant une analyse en composantes principales aux chocs estimés.

H. Yuen (,2000) et P. Ling H. et Yuen (2001) analysent aussi les chocs d'offre et de demande affectant les pays d'Asie de l'est, et concluent de même à la viabilité d'une union monétaire entre certains pays tels que le Japon et la Corée, Singapour et la Malaisie, Taïwan et Hong Kong.

D'autres études donnent un avis plus négatif. Elles concluent que l'Asie de l'est ne forme pas une zone monétaire optimale soit totalement (H.K. Chow, Y. Kim, 2003), soit partiellement (J.S. Kim, 2005, G. De Brouwer, 2002).

L'étude Chow et Kim se distingue par sa méthodologie. Elle utilise la même approche que T. Bayoumi, B. Eichengreen et P. Mauro, mais s'applique à la production industrielle au lieu du PIB et porte sur des données trimestrielles. Elle distingue des chocs nationaux, régionaux <sup>(21)</sup> et mondiaux <sup>(22)</sup> et met en évidence que les pays d'Asie de l'est <sup>(23)</sup> sont fortement influencés par des chocs nationaux (idiosyncratiques) tandis que les pays européens sont eux fortement influencés par les chocs régionaux. Ceci contredit les résultats de T. Bayoumi, B. Eichengreen et P. Mauro selon lesquels les pays d'Asie de l'Est seraient aussi bien qualifiés pour l'intégration monétaire que les pays européens. Ces résultats sont robustes à de nombreux changements de spécifications du modèle et suggèrent que les pays d'Asie de l'est sont structurellement différents les uns des autres et ont donc une probabilité élevée d'être confrontés à des chocs asymétriques. Dans ces conditions, un ancrage commun serait coûteux et difficile à défendre. Un flottement impur et coordonné entre les pays est-asiatiques serait préférable <sup>(24)</sup>, au moins de façon transitoire.

L'existence d'une Zone Monétaire Optimale (ZMO) en Asie ne fait donc pas consensus, pas plus qu'il n'en existait dans l'UE au cours de la phase préparatoire à la création de l'euro. Les partisans de l'intégration monétaire en Asie sont en tout cas amenés à envisager, au moins dans un premier temps, une zone monétaire plus restreinte géographiquement voire éventuellement plusieurs zones monétaires.

K.J. Ngiam et H. Yuen (2001) proposent par exemple que chaque groupe de pays formant une zone monétaire optimale créent une union monétaire. Sur cette base, les différentes unions monétaires chercheraient ensuite à converger au fur et à mesure que leurs économies s'homogénéisent et que la pratique de la coordination macroéconomique s'établisse. Cette conception est critiquée par J. Mori et alii (2002) pour qui cette approche graduelle pourrait diviser l'Asie de l'est en la figeant dans des sous-regroupements qu'il serait difficile ensuite de remettre en cause. Ils lui préfèrent une autre approche unifiante qui consiste à adopter progressivement un panier commun

---

<sup>21)</sup> La production industrielle du Japon est utilisée comme variable proxy de la production industrielle régionale. Pour l'Europe, c'est la production allemande qui joue ce rôle. Une définition alternative de la région comme la moyenne géométrique de la production industrielle du Japon, de la Corée, de Taïwan, de la Malaisie et de Singapour, ne modifie pas le résultat.

<sup>22)</sup> La production industrielle des États-Unis est utilisée comme variable proxy de la production industrielle mondiale. Une définition alternative du niveau mondial ajoutant la production allemande à la production américaine ne modifie pas le résultat.

<sup>23)</sup> La Chine et la Thaïlande ne sont pas incluses par manque de données sur la production industrielle. C'est une limite sérieuse, car il est difficile d'envisager un ancrage commun sans la participation de ces pays.

<sup>24)</sup> C'est aussi le point de vue défendu par Ogawa.

de monnaies. La pertinence et la définition exacte de ce panier de monnaies est cependant l'objet de controverse. Si l'on admet que la stabilité des changes est un objectif souhaitable pour les pays d'Asie de l'est, cette stabilité ne pourrait-elle être obtenue tout simplement par une dollarisation officielle ou officieuse ? Contre cette conception, certains démontrent que la stabilité des changes est mieux assurée par un panier commun de monnaies dont il reste à préciser le contenu exact. La encore, l'expérience du système monétaire européen sert de référence.

## 1.2 Quel système monétaire asiatique ?

### Un dollar est-asiatique ?

Pour R. Mc Kinnon et G. Schnabl (2004), la stabilité des changes peut être obtenue simplement par le retour à « l'étalon du dollar est-asiatique » qui prévalait avant la crise de 1997-98. Analysant les taux de change journaliers sur la période post-crise allant de janvier 1999 à décembre 2003, ils montrent que l'ancrage au dollar américain a été officieusement rétabli par tous les pays sauf l'Indonésie et dans une moindre mesure les Philippines. Ceci, malgré les recommandations du FMI qui prônait la flexibilité des taux de change. L'ancrage n'est plus aussi strict qu'auparavant puisque le poids du yen a augmenté de 6% à 18% pour le won coréen, de 0% à 18% pour la roupie indonésienne, de 14% à 20% pour le dollar de Singapour et de 8% à 18% pour le baht thaïlandais. Mais ces auteurs minimisent ce poids nouveau du yen pour ne retenir que ce qui pour eux demeure l'essentiel : le dollar reste la monnaie d'ancrage dominante. Cet ancrage au dollar est fondé rationnellement par la domination du dollar dans le commerce asiatique <sup>(25)</sup> et le caractère embryonnaire du marché des changes à terme et du marché obligataire dans la plupart des pays. En effet, l'ancrage au dollar permet aux importateurs et exportateurs asiatiques de se couvrir contre le risque de change même en l'absence d'un marché obligataire domestique. Les banques étrangères se refusent souvent à vendre des dollars à terme car il leur est impossible de détenir dans l'intervalle des instruments monétaires en monnaie locale (par exemple des obligations domestiques), qui soit n'existent pas pour tous les termes, soit sont très peu liquides. Un importateur coréen devant payer 100 yens dans 60 jours et désireux de se couvrir contre les fluctuations erratiques du yen vis-à-vis du won, peut acheter à terme 100 yens contre le dollar, ce qui n'est pas coûteux car les marchés obligataires japonais et américain sont très liquides et efficaces. Avec un taux de change stable entre le won et le dollar, il achète au comptant les dollars nécessaires avec des won. En ancrant le won au dollar, le gouvernement coréen fournit aux entreprises coréennes une couverture de change informelle et gratuite. L'ancrage plus ou moins strict au dollar est donc une option sérieuse, qui n'est pas contradictoire avec le renforcement des marchés obligataires nationaux et qui a apporté dans le passé une longue période de stabilité à condition que les autorités se donnent les moyens d'agir contre la spéculation.

---

<sup>25)</sup> Le choix de la monnaie de facturation illustre la domination du dollar. En 2002, les importations coréennes étaient facturées en dollar à hauteur de 80,6% et les exportations à hauteur de 86,8% contre respectivement 13% et 5,2% pour le yen. D'une façon générale, bien que le Japon soit la deuxième économie mondiale, le dollar est plus utilisé dans le commerce japonais avec l'Asie que le yen, et les échanges entre pays asiatiques sont en général facturés en dollar (R. McKinnon, G. Schnabl, op. cit.).

Dans l'esprit de R. Mc Kinnon et G. Schnabl (op cit) cela signifie adopter des mesures de contrôle partiel des capitaux telles que l'interdiction pour les banques de prendre des positions nettes de change de façon à éviter la répétition de la crise de 1997-98. Cet ancrage au dollar pourrait être conforté par la décision du Japon d'ancrer le Yen sur le dollar pour résoudre les problèmes posés par la forte volatilité du Yen aux pays d'Asie de l'est en général mais aussi au Japon.

R. Mundell (2002) <sup>(26)</sup> propose une monnaie commune asiatique, en parallèle aux monnaies asiatiques nationales existantes, qui n'est pas éloigné de la proposition de R. Mc Kinnon. Cette monnaie commune serait utilisée pour le commerce intra-asiatique et le commerce entre l'Asie et le reste du monde. Elle devrait être ancrée sur une monnaie dominante. Cela ne peut être le Renminbi du fait de son inconvertibilité, ni le Yen à cause des problèmes macroéconomiques du Japon et de son contentieux historique avec le reste de l'Asie. Un panier de monnaies composé du Yen, du dollar et de l'euro, n'est pas viable à cause des trop fortes fluctuations entre les trois devises-clefs. Par défaut, le dollar américain serait une excellente monnaie d'ancrage du fait de sa domination actuelle dans la détermination des taux de change des monnaies asiatiques, notamment en Chine, à Hong Kong et en Malaisie. R. Mundell propose même que Hong Kong adopte officiellement le dollar américain comme monnaie officielle à la place du système actuelle de bureau d'émission, ce qui apporterait des avantages considérables. Les taux d'intérêt tomberaient au niveau de ceux de New York, de même pour l'inflation et Hong Kong offrirait à la Chine et au reste de l'Asie un centre financier de classe mondiale lui permettant de se financer au meilleur coût. Hong Kong deviendrait par là même le siège idéal pour un futur Fonds Monétaire Asiatique (FMA). La différence entre la conception de R. Mundell et celle de R. Mc Kinnon d'un « dollar est-asiatique » est faible si ce n'est que sur le long terme R. Mundell estime qu'une monnaie commune asiatique ancrée sur le dollar américain pourrait être utilisée comme une plateforme pour créer une monnaie commune indépendante qui servirait d'unité de compte au futur Fonds Monétaire Asiatique.

### **Un bloc yen ?**

Contre ces projets de dollarisation explicites ou non avoués, certains proposent d'accroître le rôle du yen en Asie comme monnaie d'ancrage (R. Dornbusch, Y.C.Park, 1999, C.H. Kwan, 1998a, 1998b, 2001). La dépréciation du yen envers le dollar à partir de 1995 est en effet considérée comme une des causes de la crise de 1997-98, les pays asiatiques participant au « bloc dollar » ayant alors perdu des parts de marché à l'exportation au profit du Japon. C.H. Kwan défend même la proposition d'un « bloc yen » définit comme « un groupe de pays qui utilise le yen comme monnaie internationale et maintien un taux de change stable envers le yen » (1998a, op.cit.). Ce projet avait déjà été analysé à la fin des années 1980 (voir notamment J. Frankel, 1993) au moment où l'économie japonaise était au faîte de sa puissance et où son industrie était une référence en matière d'efficacité productive ce qui donnait crédit à l'idée que le

---

<sup>26)</sup> R. Mundell est partisan d'une monnaie mondiale, sous la forme d'une fixation des taux de change du dollar américain, du Yen et de l'euro, sous l'égide d'une fédération des banques centrales, à l'instar de la Banque Centrale Européenne qui fédèrent les banques centrales des pays membres.

yen allait devenir naturellement la monnaie internationale de référence en Asie <sup>(27)</sup>. Mais l'éclatement de la bulle financière et l'enlisement du Japon dans une longue période déflationniste ont stoppé la montée en puissance du yen pendant une décennie. La crise de 1997-98 a relancé l'idée d'un « bloc yen », alimentée en partie par l'orientation nouvelle des autorités japonaises de promouvoir l'internationalisation du yen. L'argument essentiel avancé par C. H. Kwan est que sur le long terme la volatilité du taux de change entre le dollar et le yen est dommageable pour la croissance des pays asiatiques. Il calcule (1998b) que sur la période 1982-1997, une dépréciation (appréciation) de 10% du yen envers le dollar réduit (augmente) le PIB des pays de l'ASEAN+3 de 1%. Ce choc asymétrique est particulièrement significatif avec les Nouveaux Pays Industriels (NPI, Corée du sud, Taiwan, Singapour et Hong Kong) avec qui le Japon est en compétition directe sur le plan du commerce international, et plus faible avec les autres pays est-asiatiques (Chine, autres pays de l'ASEAN) dont le niveau de développement est moindre et avec qui le commerce est plus complémentaire. Comme les pays d'Asie n'ont pas la possibilité de stabiliser directement le taux de change du yen contre dollar, C.H. Kwan propose, comme « second best », que chaque pays crée un panier de monnaies (composé de l'euro, du dollar et du yen) dans lequel le yen aurait un poids substantiel <sup>(28)</sup> mais décroissant en fonction du niveau de développement. Le poids du yen serait élevé dans le panier des NPI (par exemple 50% dans le cas de la Corée du sud) de façon à réduire au maximum le choc asymétrique. Le poids du yen serait plus faible pour la Thaïlande et la Malaisie et encore plus faible pour un pays comme l'Indonésie. Ce panier de monnaies ancrées sur le yen jouerait un peu le même rôle que le système monétaire européen dans lequel le mark jouait un rôle pivot. Il pourrait constituer une première étape dans la direction d'une union monétaire constituée d'abord par le Japon et les NPI, puis par les pays de l'ASEAN qui augmenteraient progressivement le poids du yen à mesure que la poursuite de leur développement rapproche leur structure commerciale de celle du Japon et des NPI.

M. Kawai, S. Akiyama (2000) reconnaissent que le yen pourrait potentiellement jouer un rôle plus important pour la stabilisation des taux de change et au-delà pour l'intégration régionale. Le Japon a diversifié ses partenaires commerciaux en Asie, multiplié les IDE dans la région et a augmenté ses importations de produits manufacturés est-asiatiques. On peut en attendre une augmentation de l'usage du yen comme monnaie d'affacturage avec l'Asie de l'est sachant que 48% des exportations japonaises de produits manufacturés et 29% de ses importations sont déjà facturées en yen, soit une proportion plus élevée que pour l'ensemble des produits. La tendance de

---

<sup>27)</sup> En tant que monnaie de réserve, le yen atteint son apogée en 1991, avec 8,4% des réserves officielles mondiales, contre 4,4% en 1980. En 1998, sa part était retombée à 5,1%. En tant que moyen d'échange, le yen atteint son apogée en mars 1993, 43% des exportations japonaises et 21% des importations étant alors libellées en yen, contre respectivement 29% et 2,4% en 1980. Depuis, la part du yen est retombée aux environs de 35% pour les exportations, mais a continué de progresser pour les importations atteignant 25% en 2002. Par comparaison, en 1998, avant l'introduction de l'euro, 50% des exportations et 48% des importations de la France étaient libellées en Francs. Voir le rapport du ministère des finances du Japon, 2003.

<sup>28)</sup> Ce poids serait supérieur au poids commercial habituellement retenu pour définir les taux de change effectif.

long terme à l'appréciation du yen pourrait par ailleurs se renverser sous l'effet de la consolidation du secteur financier, de la reprise de la croissance et du vieillissement de la population. Cela rendrait le yen plus attractif pour les pays voisins, qui ne seraient plus tentés de s'arrimer au dollar pour mieux concurrencer par les prix les exportations japonaises. Le vieillissement de la population japonaise doit aussi conduire à une réduction du taux d'épargne et une augmentation de la capacité d'absorption du Japon, ce qui devrait promouvoir le commerce intra-régional libellé en yen.

Malgré ce potentiel, les obstacles à l'avènement d'un « bloc yen » sont importants. Le premier concerne la faiblesse de la croissance japonaise qui repart de façon incertaine après une « décennie perdue ». Le Japon ne joue pas à l'échelle de l'Asie le rôle de « consommateur en dernier ressort » que jouent les États-Unis à l'échelle du monde. Cette incapacité s'est fait particulièrement sentir pendant la crise de 1997-98, le Japon n'ayant pas joué de rôle moteur dans la reprise. Par ailleurs, si le Japon est devenue plus dépendant de l'Asie pour son commerce, l'inverse n'est pas vrai. L'Asie est moins dépendante qu'autrefois du Japon qui n'est pas son principal client (R. Katz, 2004). Pour tous les grands pays d'Asie, à l'exception de l'Indonésie, les États-Unis restent le premier client, et parfois même l'Europe et la Chine devancent le Japon. Plusieurs indices montrent que le Japon commercerait plutôt avec lui-même à l'intérieur et à l'extérieur de ses frontières, plutôt qu'avec d'autres partenaires asiatiques. Ainsi, le Japon est le premier client de quatre pays fondateurs de l'ASEAN (l'Indonésie, les Philippines, la Thaïlande et la Malaisie) où ses entreprises ont établi de nombreuses filiales, mais la Chine devance le Japon comme premier client des NPI (Corée, Taïwan, Hong Kong et Singapour) car elle offre plus de débouchés à leurs entreprises. Le Japon importe peu de produits manufacturés d'entreprises asiatiques indépendantes, en particulier des NPI, ce qui réduit la portée du processus d'intégration asiatique. Ce fait contredit un certain nombre de travaux sur les zones monétaires optimales et les propres travaux de Kwan qui montrent que le Japon aurait intérêt à former une union monétaire avec les NPI. Malgré son deuxième rang mondial et son premier rang en Asie, l'intégration asiatique n'est pas centrée sur le Japon (R. Katz, 2004) ce qui ne permet pas de justifier que le yen ait un poids prépondérant dans un panier de monnaie au point de former un « bloc yen ».

### **... Ou un « bloc yuan » ?**

Un « bloc yuan » <sup>(29)</sup> est-il une meilleure alternative et est-il envisageable sur le long terme ?

La montée en puissance de la Chine, devenue sixième puissance mondiale et qui pourrait devenir le premier importateur en Asie, crédibilise cette perspective. Le yuan (ou renminbi) sera amené à jouer dans le futur un rôle de plus en plus important dans tout dispositif de stabilisation des monnaies asiatiques. En particulier si le gouvernement

---

<sup>29)</sup> L'expression « bloc yuan » n'est pour l'instant évoquée que par les professionnels de la finance, comme J. O'Neill de Goldman Sachs qui y a consacré un rapport. Mais son apparition est symptomatique de l'importance nouvelle prise par le yuan. Cf. « Yuan and Yen set to reign in Asia's FX future », V. Ranganathan, Reuters.

chinois décide d'unifier le marché financier de Hong Kong avec celui de la Chine continentale et de procéder à l'unification monétaire interne entre le yuan et le dollar de Hong Kong comme l'anticipent G.M. Von Furstenberg et J. Wei (2002), la puissance financière et monétaire de la Chine serait considérablement accrue <sup>(30)</sup>. Cela suppose bien entendu qu'un certain nombre de conditions soient remplies et que la Chine Populaire achève sa conversion au capitalisme, notamment au capitalisme financier. Il faut aussi que la croissance de la Chine se maintienne à un rythme élevé sur le long terme, que les contrôles de capitaux soient abandonnés pour que le yuan devienne une monnaie pleinement convertible, que le secteur bancaire chinois soit assaini, et que les marchés monétaires et obligataires se développent. Si ces conditions étaient remplies, ce qui suppose des réformes d'une ampleur considérable, le yuan pourrait alors devenir la deuxième monnaie internationale de l'Asie, en concurrence avec le yen et postuler au statut de monnaie d'ancrage. Un « bloc yuan » reste pour autant difficilement envisageable pour des raisons politiques, car il faudrait que les principaux partenaires commerciaux asiatiques de la Chine acceptent son leadership et que le Japon ne puisse l'empêcher. A défaut de constituer un bloc, le yuan pourrait néanmoins participer à un panier de monnaies asiatiques avec un poids croissant en son sein (C. Hefeker, A. Nabor, 2002). La décision prise par la Chine le 21 juillet 2005 de renoncer à un ancrage totale sur le dollar au profit d'une fluctuation étroite autour d'un panier de monnaies donne corps à ce projet <sup>(31)</sup>.

### **Un panier de monnaies... mais lequel ?**

La constitution d'un ancrage sur un panier de monnaies équilibré où le yen et le yuan joueraient un rôle au côté du dollar et de l'euro est la proposition la plus couramment partagée comme alternative au « bloc dollar » ou à d'hypothétiques « bloc yen » ou « bloc yuan ». Cette proposition trouve une justification nouvelle dans le fait que selon des travaux récents (K Kawazaki, E. Ogawa, 2001, M. Kawai, 2002, J. Mori et alii. 2002), les monnaies asiatiques ne formeraient plus un « bloc dollar » contrairement à ce que prétendent R. Mc Kinnon et G. Schnabl (2004). Les spéculations sur l'appréciation du renminbi ont affecté le taux de change du yen, du dollar australien, du won coréen, du dollar de Singapour et du baht thaïlandais (J. Malcom, 2005). Une publication de la BRI confirme ces résultats (C. Ho, G. Ma, R. McCauley, 2005). Sur la période 2003-2004, les fluctuations quotidiennes du yen et du NDF renminbi <sup>(32)</sup> exercent une influence croissante sur les monnaies est-asiatiques (voir le tableau n° 2). Ainsi, en 2004, une fluctuation de 1% du taux de change du yen vis-à-vis du dollar entraîne une fluctuation de 0,32% du won coréen, tandis que qu'une variation de 1% du

---

<sup>30)</sup> En 2004, l'autorité monétaire de Hong Kong a autorisé les banques sur son territoire à réaliser des transactions en renminbi.

<sup>31)</sup> Le 21 juillet 2005, la Chine a réévalué le renminbi de 2,1% et adopté une bande de fluctuations étroite de  $\pm 0,3\%$  autour de la parité centrale de 8,1111 renminbi par dollar.

<sup>32)</sup> Le NDF renminbi est un contrat à terme portant sur le renminbi coté sur un marché à terme extraterritorial. Il ne donne pas lieu à livraison du renminbi, puisque la convertibilité de la devise chinoise est limitée, mais est réglé en dollars. Il permet d'anticiper sur le cours au comptant du renminbi. Ce marché à terme atteint maintenant la valeur journalière d'un milliard de dollars US, ce qui lui permet d'influencer l'activité économique et financière. Pour plus de détails, voir C. Ho, G. Ma, R. McCauley, 2005.

NDF renminbi vis-à-vis du dollar entraîne une fluctuation de 0,30% du won. La même évolution est perceptible pour la roupie indonésienne (IDR spot) et le dollar de Taïwan (TWD spot). Ce poids croissant du renminbi ne s'effectue pas au détriment du yen mais si combine.

**Tableau n° 2.**

Monnaies d'Asie <sup>1</sup> : covariance avec le yen, l'euro et le NDF renminbi <sup>2</sup> , 2003–04								
	2003				2004			
	JPY	EUR	CNY NDF	R <sup>2</sup>	JPY	EUR	CNY NDF	R <sup>2</sup>
KRW	0,33***	0,04	0,17*	0,203	0,32***	0,12***	0,30***	0,411
IDR	0,15***	0,09**	0,12	0,070	0,28***	0,12***	0,30***	0,210
SGD	0,21***	0,08***	0,15***	0,319	0,22***	0,11***	0,11*	0,392
THB	0,24***	0,04*	0,14**	0,304	0,22***	0,08***	0,13**	0,402
TWD	0,09***	0,03**	0,12***	0,218	0,20***	0,00	0,28***	0,217
CNY	0,11***	0,00	–	0,041	0,12***	0,02	–	0,115
PHP	0,09**	0,01	0,02	0,023	0,08***	0,02	0,00	0,093
HKD	0,03***	0,01	0,08***	0,103	0,02***	0,03***	0,11***	0,246

<sup>1</sup> Cours au comptant, sauf Chine (NDF renminbi 1 an) et Hong-Kong (terme 1 an). <sup>2</sup> Coefficients d'élasticité estimés par régression des variations journalières (en %) de la monnaie X (exprimée en X par dollar EU) sur une constante et sur les variations journalières (en %) du yen, de l'euro et du NDF renminbi 1 an (tous exprimés en dollars EU). Significativité : \*\*\* = probabilité inférieure à 0,001 ; \*\* = probabilité inférieure à 0,01 ; \* = probabilité inférieure à 0,1.

Sources : Bloomberg ; Datastream ; données nationales ; calculs BRI.

Tableau 3

**Source : C. Ho, G. Ma, R. McCauley, 2005.**

Les auteurs émettent l'hypothèse que les monnaies asiatiques s'orienteraient dans la direction d'un taux de change effectif, c'est-à-dire s'éloigneraient d'un ancrage strict au dollar en accordant un poids plus important au yen, au renminbi, voire à l'euro ce qui reviendrait à adopter sans le dire un ancrage sur un panier de monnaies, comme l'a fait Singapour depuis longtemps. Cette orientation nouvelle correspond bien à l'augmentation du commerce intra-asiatique, en particulier à l'importance croissante de la Chine. Ainsi, le fait que le won coréen subisse maintenant une influence équivalente du yen et du renminbi est cohérent avec le fait que la Chine est devenue le premier client de la Corée. L'abandon d'un ancrage strict au dollar par la Malaisie en 2005 qui s'ajoute au début de relâchement de l'ancrage sur le dollar par la Chine améliorent les perspectives d'un ancrage sur un panier de monnaies, qui selon les formules, ouvrirait la voie à un embryon de monnaie asiatique. Les propositions dans ce domaine sont nombreuses.

### **Un « panier externe » composé des devises-clefs.**

John Williamson (1999a, 2005) propose qu'un groupe de 9 pays est-asiatiques dont la Chine mais à l'exclusion du Japon <sup>(33)</sup> adoptent un ancrage sur un panier commun de monnaies faisant office de numéraire. Le panier de monnaies serait composé des monnaies des principaux partenaires commerciaux du groupe, pour l'essentiel, le dollar, l'euro et le yen. C'est le seul moyen de définir un panier commun à

<sup>33)</sup> Les cinq fondateurs historiques de l'ASEAN, (l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines, Singapour, la Thaïlande) plus la Chine, Taïwan, Hong Kong et la Corée.



tous les pays asiatiques parties prenantes <sup>(34)</sup>. L'avantage décisif du panier commun est qu'il permet de neutraliser les effets des fluctuations du taux de change du dollar, du yen et de l'euro sur le commerce intra-régional des pays asiatiques, ce que Williamson appelle « l'effet McKinnon » <sup>(35)</sup>. Par ailleurs, J. Williamson présente des exemples chiffrés montrant que dans la plupart des cas, un panier commun de monnaie apporte une plus grande stabilité du taux de change qu'un panier spécifique ou qu'un ancrage au dollar. Le Japon serait exclu de l'accord initial jusqu'à ce qu'il parvienne à stabiliser le yen vis-à-vis d'un panier numéraire composé du dollar et de l'euro. Un autre avantage du panier commun est qu'il s'accommode d'un large choix de régimes de change à l'exception du « bening neglect ». Chaque pays membre du groupe s'engagerait à ce que sa monnaie fluctue au sein d'une bande de fluctuations autour de la valeur nominale du panier commun de monnaies, proposition que J. Williamson défend depuis longtemps (J. Williamson, 1999b). Mais la largeur des bandes, la révision de la parité centrale, et la politique de change permettant de rester dans la bande sont négociables.

Le problème avec la proposition de Williamson est qu'il n'indique pas comment les pays d'Asie de l'est peuvent passer directement de la situation actuelle à un ancrage collectif sur un panier commun de monnaies.

### **Une monnaie parallèle, « l'Unité de Compte Asiatique ».**

J. Mori et alii. (2002) pensent que cette proposition est politiquement irréaliste et ne tient pas compte du poids très variable des partenaires commerciaux des pays est-asiatiques pris individuellement et du degré de convertibilité de leur monnaie. Ils proposent une approche graduelle vers un panier commun et dans un futur lointain, une monnaie asiatique unique. Comme Williamson, ils excluent provisoirement le Japon du projet qui est limité à l'ASEAN plus la Chine et la Corée. Dans une première phase, chaque pays définirait, son propre panier composé du dollar, du yen et de l'euro, le poids de chaque monnaie reflétant la part du commerce avec ces trois pays ou zone. Vers la fin de cette première phase, ils proposent la création d'unité de compte, « l'Unité de Compte Asiatique » (UCA ou « Asian Currency Unit, ACU »), comme l'avait fait en son temps l'Union Européenne avec l'ECU. L'UCA serait d'abord un panier commun composé uniquement du dollar, du yen et de l'euro, et pourrait ensuite incorporer progressivement les monnaies asiatiques des pays membres, comme le renminbi et le won au moment où ces monnaies deviennent pleinement convertibles. Comme l'ECU autrefois, l'UCA serait une monnaie parallèle <sup>(36)</sup> qui servirait de numéraire et permettrait

---

<sup>34)</sup> En effet, si par exemple la Chine définit un panier composé de monnaies des pays asiatiques partenaires, le renminbi en serait exclu par définition, alors qu'il serait inclus dans les paniers des autres pays partenaires. La Thaïlande exclurait le baht de son panier de monnaies, alors qu'il serait présent dans le panier des pays partenaires, etc....

<sup>35)</sup> Selon McKinnon, l'ancrage rigide au dollar permet de « sanctuariser » le commerce intra-régional puisque le dollar devient le moyen de paiement standard. Williamson prétend qu'un panier commun présente le même avantage sans l'inconvénient de la dépendance envers une seule monnaie.

<sup>36)</sup> Une monnaie « parallèle » circule en concomitance avec les monnaies domestiques et, comme elles, est reconnue officiellement par les pays parties prenantes. L'ECU en a été un exemple. Créé en 1974 comme un panier de monnaies des États-membres de l'UE, il est devenu en 1975 l'unité de compte servant à la comptabilité des institutions européennes. Lorsque le système monétaire européen sera créé en 1979, l'ECU en deviendra la parité de référence. En Asie, l'idée d'une monnaie parallèle a d'abord été J. Mori et alii. (op. cit) pour l'Asie de

de détecter les écarts des taux de change des monnaies asiatiques (S. Ogawa, S. Shimizu, 2005). Elle permettrait aussi aux banques centrales d'intervenir sur les marchés des changes, de s'accorder des crédits, et de régler leurs transactions mutuelles.

Une fois la stabilité des changes établi, grâce au panier de monnaies individuels, une deuxième phase peut s'ouvrir où chaque pays ferait converger son panier de monnaies vers un panier commun, en adoptant progressivement la pondération pour le dollar, le Yen et l'euro correspondant à la moyenne de la zone monétaire ainsi créée. Comme chez Williamson, le panier commun reste composé des trois devises-clefs et les pays peuvent décider soit d'ancrer fixement leur monnaie sur le panier commun ou adopter une bande de fluctuations. Mais une fois le panier commun solidement établi et lorsque son marché devient suffisamment liquide, il devient possible d'intégrer progressivement des monnaies telles que le renminbi et le won et d'avancer vers une monnaie asiatique commune. Une synergie entre l'UCA et le panier commun peut être organisée pour aboutir à cette future monnaie commune.

B. Eichengreen (2006a) développe aussi ce projet de monnaie parallèle qui lui semble le seul possible étant donnée l'absence d'une volonté forte d'intégration politique et institutionnelle en Asie de l'Est à cette étape. Pour lui, il serait dangereux et prématuré de tenter de stabiliser les taux de change des monnaies asiatiques autour d'un panier commun, sans institutions solides telle une banque centrale asiatique et un parlement asiatique à qui elle devrait rendre des comptes. Dans ces circonstances, un panier commun de monnaies serait fragile et une proie facile pour la spéculation et une impasse au lieu d'une voie conduisant à une monnaie unique. L'UCA serait donc uniquement conçue comme une monnaie parallèle officiellement reconnue, constituée comme un panier des monnaies asiatiques des pays de l'ASEAN+3, dont les taux de change continueraient de fluctuer comme auparavant. Le taux de change de l'UCA étant nécessairement plus stable, elle deviendrait progressivement une monnaie plus efficace pour le commerce et l'investissement intra-régional. L'adoption de l'UCA par une masse critique d'exportateurs et d'investisseurs signalerait que les économies asiatiques seraient mûres pour l'unification monétaire. Cependant, B. Eichengreen signale au moins deux obstacles à ce scénario d'unification monétaire « tirée par le marché ». D'une part, les économies de réseau liées à l'usage des monnaies domestiques rendent très difficile la réalisation de la masse critique nécessaire à l'adoption d'une nouvelle monnaie. Un problème de coordination (classique en théorie des jeux) de l'ensemble des acteurs privés peut bloquer la transition. En l'absence d'une intervention politique des États-membres coordonnant la transition, l'adoption spontanée de l'UCA paraît peu probable. La concurrence qu'exerce le dollar constitue le deuxième obstacle. Le dollar joue déjà le rôle de « monnaie parallèle » facilitant le commerce intra-asiatique comme le souligne R. Mundell (op cit) qui souhaite que ce rôle lui soit officiellement reconnu. Pour vaincre la concurrence du dollar, l'UCA devra compter sur les avantages suivants.

1. L'augmentation du commerce intra-asiatique devrait favoriser l'utilisation de l'UCA comme monnaie de facturation et de règlement, plus sûre car plus stable que

---

l'Est et par R. Aggarwala (2003) pour l'Asie du sud (Inde, Pakistan, Bangladesh, Sri Lanka, Seychelles). Les arguments en faveur d'une monnaie unique sud-asiatique sont développés par S.C. Saxena (2005).

le dollar dont les fluctuations sont devenues plus fortes à mesure que les pays d'Asie de l'est ont relâché leur ancrage. B. Eichengreen recommande d'ailleurs l'adoption d'une politique de flottement des monnaies asiatiques vis-à-vis du dollar et de l'euro, ce qui devrait renforcer l'attraction de l'UCA. Sur ce sujet, il prend l'exact contre-pied de J. Mori et alii qui préconisent une stabilisation des monnaies asiatiques envers le dollar, l'euro et le yen comme étape importante vers l'unification monétaire asiatique, puisque dans leur conception, l'UCA inclut les trois devises-clefs.

2. En donnant à l'UCA un cours légal, mais pas au dollar, les agents économiques et les citoyens pourront l'utiliser pour leurs transactions domestiques, ce qui le rendra plus attractif que le dollar. Cela suppose bien évidemment que les pays asiatiques prennent des mesures efficaces contre la dollarisation. Celle-ci est limitée aux transactions internationales dans les pays asiatiques les plus développés comme la Thaïlande, mais par contre elle est très répandue dans les pays les plus pauvres de l'ASEAN, comme le Laos, où le dollar est utilisé dans les transactions quotidiennes des citoyens comme unité de compte et instrument de paiement.

3. Enfin, la création d'un système de paiement régional compétitif devrait permettre le règlement en UCA à des coûts de transactions comparables à ceux du dollar, grâce aux progrès permis par l'informatisation des systèmes de paiement (. Cela devrait affaiblir le conservatisme qu'entraînent les économies de réseau et faciliter le passage d'une monnaie à l'autre.

Ces avantages mettront du temps à s'affirmer, car les agents privés en feront progressivement l'expérience. S'y ajoute le fait que pour éviter l'asymétrie de devises, les autorités devront imposer aux banques d'équilibrer leur actif et leur passif en UCA, ce qui ralentira la diffusion de la monnaie parallèle. Pour toutes ces raisons, B. Eichengreen anticipe un processus d'unification monétaire lent, ce qui convient bien à l'intégration monétaire et financière tirée par le marché qui serait la seule praticable en l'absence de projet d'intégration politique comme en Europe.

Les deux propositions évoquées ci-dessus illustrent un aspect du débat concernant la création d'un panier de monnaies. Du point de vue de l'objectif de stabilisation des changes, doit-on préférer un « panier externe » c'est-à-dire composé du dollar, de l'euro, du yen (voire du Renminbi), ou un « panier interne » composé des seules monnaies asiatiques ?

P. Kenen (2006) défend l'option du « panier externe » en s'appuyant sur une argumentation logique. La stabilisation partielle des monnaies asiatiques vis-à-vis d'un panier externe entraînerait par ricochet la stabilisation partielle des taux de change bilatéraux des monnaies asiatiques parties prenantes. En l'absence de contrôle des capitaux, elle conduirait aussi les pays est-asiatiques à harmoniser leur politique monétaire. Par contre la stabilisation partielle vis-à-vis d'un panier interne n'entraîne pas ipso facto de stabilisation vis-à-vis des devises clefs et n'impose pas d'harmonisation des politiques monétaires.

### **1.3 L'étape actuelle : une coopération monétaire préfigurant l'intégration monétaire ?**

Dans l'immédiat, à défaut de système monétaire régional, les pays d'Asie de l'est ont créé un système de fonds de soutien permettant de fournir des liquidités à des pays connaissant des problèmes de balance des paiements de court terme. En 2000, les pays de l'ASEAN+3 ont signé un accord multilatéral (Asean Swap Arrangement, ASA) organisant des swaps de devises entre les pays signataires grâce à des contributions totalisant 1 milliard de US\$. Il est complété par un ensemble d'accord bilatéraux dont les montants totalisent 40 milliards de US\$. L'ASA fournit des liquidités en réserves internationales au taux du LIBOR, et chaque pays signataire peut tirer un montant maximum représentant deux fois la valeur de ses apports pour une période de 6 mois renouvelable une fois. Les accords bilatéraux permettent d'échanger la monnaie nationale contre des US\$ pour un montant variant selon l'accord pour une période de trois mois, renouvelable sept fois au taux du LIBOR + 150 points de base pour les deux premières périodes, augmentant de 50 points à chaque renouvellement supplémentaire. La surveillance du FMI doit être acceptée dès lors que le montant dépasse le maximum de 10%. Un des accords les plus significatifs est celui qui lie le Japon et la Chine dans la mesure où ces deux pays seraient au centre d'un éventuel système monétaire asiatique.

La question qui se pose est de savoir si ces accords de coopération posent les jalons d'une intégration monétaire plus poussée ? Ces accords sont indispensables à la création d'un système monétaire asiatique car pour être crédible, un système monétaire régional doit pouvoir défendre les monnaies des pays membres contre les attaques spéculatives. Le problème à ce sujet est que le montant mobilisable dans le cadre de l'accord multilatéral est nettement insuffisant pour être crédible. Le montant maximum qu'un pays peut emprunter est actuellement de 6 à 7 milliards de US\$ alors que le sauvetage financier de la Corée du Sud avait nécessité 23 milliards durant la crise de 1997-98.

Par ailleurs, l'expérience du SME montre que les accords de swap sont insuffisants pour décourager la spéculation. Enfin, aucun mécanisme de coordination économique n'est prévu à ce stade. Le « mécanisme de surveillance de l'ASEAN » et le « cadre de Manille » <sup>(37)</sup> ont instauré des mécanismes de coordination et de suivi des politiques économiques, notamment en cas d'utilisation des swaps de devises. Mais ces mécanismes ne sont pas considérés comme alternatifs à ceux du FMI qui reste l'institution de référence pour l'application des accords de swaps au-delà d'une certaine limite. La création d'un véritable « Fonds Monétaire Asiatique » comblerait cette lacune en créant une institution asiatique crédible et légitime permettant ensuite d'engager le processus d'intégration monétaire.

---

<sup>37)</sup> Le « cadre de Manille » (Manilla Framework) a été créé en novembre 1997 après le veto des États-Unis à la proposition du Japon de créer un « Fonds Monétaire Asiatique ». Il réunit deux fois par an les ministères des finances et les banques centrales des 14 pays de l'ASEAN+3, de l'Australie et de la Nouvelle-Zélande pour renforcer la surveillance et la discussion des politiques en matière monétaire et financière.

## 2. L'intégration financière.

L'intégration financière obéit à ses propres finalités mais peut apporter une contribution positive à la constitution d'un bloc régional. Théoriquement, l'intégration financière se manifeste par une mobilité croissante des capitaux au sein de la région jusqu'à former à l'étape ultime un seul marché intégré. Le volume de ce marché régional étant plus élevé, il doit en résulter une baisse des taux d'intérêt avec un effet positif sur la croissance régionale. Le deuxième avantage de l'intégration financière est de faciliter la diversification des risques, en permettant de répartir le portefeuille d'investissement entre les actions et obligations des différents pays membres. Les chocs macroéconomiques devraient être théoriquement mieux absorbés. La question qui se pose est de savoir si ces avantages peuvent ou non se manifester dans le contexte d'un processus d'intégration monétaire.

### 2.1 L'intégration financière contre l'intégration monétaire ?

Le premier problème est que l'ouverture des marchés financiers domestiques ne conduit pas naturellement à leur renforcement ni à la création de marchés financiers régionaux. L'intégration commerciale et l'intégration financière diffèrent en effet sur un point important : le commerce intra-régional est un phénomène relativement spontané s'expliquant par les liens historiques et géographiques qui unissent des pays voisins qui décident de réduire voire d'éliminer le protectionnisme. En Asie de l'est, il est courant de dire que l'intégration commerciale est « tirée par le marché », (en fait par les firmes), et non par l'intégration politique. Il n'en est pas de même pour l'intégration financière qui n'est pas « tirée par les banques et les fonds d'investissement ». Quand les marchés financiers domestiques s'ouvrent à l'étranger, les liens se nouent spontanément plus facilement avec la finance mondiale, plutôt qu'avec des acteurs financiers régionaux.

Avant d'approfondir ce point crucial, remarquons que sur le seul plan théorique, les arguments en faveur de l'intégration financière peuvent être contradictoires avec les critères de la théorie de la zone monétaire optimale. C. F. Bergsten et Y.C. Park (2002) et R. Henning (2002), soulignent que l'un des arguments en faveur de l'intégration financière, à savoir la diversification des risques n'est possible que si les pays participant à une intégration financière régionale sont hétérogènes, tandis que les critères de la théorie de la zone monétaire optimale, notamment la symétrie des chocs, supposent que les pays sont homogènes. Il en est de même de la possibilité pour un pays affecté par un choc de faire appel à l'épargne des autres pays membres. Il vaut que tous les pays ne soient pas affectés simultanément par le même choc, ce qui suppose une certaine hétérogénéité. Il découle de cette contradiction plusieurs conséquences:

1. Si la théorie de la zone monétaire optimale est vérifiée, et si l'intégration monétaire est considérée comme prioritaire, alors seuls des pays relativement homogènes doivent participer à la zone monétaire commune. D'après la section précédente, seuls des groupes restreints de pays est-asiatiques satisfont ce critère d'homogénéité.
2. Si l'on ne tient pas compte de la théorie de la zone monétaire optimale, ou si l'on considère que l'intégration financière est prioritaire, pour se protéger par exemple

d'une future crise financière, alors un ensemble de pays hétérogènes, en l'occurrence l'ensemble des pays est-asiatiques, doivent être partie prenante. Comme la stabilité des changes favorise l'intégration financière, l'ensemble des pays de l'Asie de l'est aurait intérêt à constituer un système monétaire commun, même s'ils sont hétérogènes, pouvant déboucher à long terme sur une monnaie unique.

On ne doit pas pour autant conclure que le choix de l'intégration financière résout ipso-facto le problème de l'intégration régionale. La première difficulté est que l'argument théorique de la diversification des risques ne doit pas être surestimé. Le biais domestique (home bias) est un phénomène bien connu dans la finance internationale. Malgré les progrès de la mondialisation financière, les investisseurs plébiscitent l'investissement sur les marchés financiers nationaux, et la diversification des risques est systématiquement inférieure à ce que prédit la théorie du portefeuille. La deuxième difficulté est que des investisseurs asiatiques cherchant à diversifier leurs risques, trouveront beaucoup plus d'hétérogénéité en investissant aux États-Unis et en Europe aux marchés financiers très développés, plutôt qu'au sein des pays est-asiatiques aux marchés parfois restreints et archaïques. Les partisans d'une intégration monétaire régionale sans intégration financière peuvent y trouver argument.

Malgré ce faisceau d'arguments contradictoires, la section précédente a révélé d'autres liens entre intégration monétaire et financière qui montrent qu'il est difficile d'envisager l'une sans l'autre.

## **2.2 L'intégration financière, complément naturel de l'intégration monétaire ?**

Pour J.W. Lee et alli (2002) l'intégration financière, comme l'intégration commerciale, favorise l'intégration monétaire et pourrait être considérée comme un critère d'appartenance à une zone monétaire optimale. L'argument en ce sens est que l'intégration financière réduit les coûts d'ajustement à un choc asymétrique car elle facilite le financement des balances courantes des pays déficitaires sur le court terme et les transferts de capitaux sur le long terme. Réciproquement, la stabilité des taux de change voire une monnaie commune stimule l'intégration financière en réduisant les coûts de transactions et le risque de change entraînés par les déplacements de capitaux. L'intégration commerciale, financière semblent aller de pair avec l'intégration monétaire.

S'il en est ainsi, la question qui se pose est de déterminer de quel type d'intégration financière il s'agit, en tenant compte de l'état actuel des systèmes financiers asiatiques. A l'heure actuelle, ces systèmes financiers sont dominés par les banques (voir tableau n° 3). On pourrait imaginer que l'intégration financière se réalise par une régionalisation des systèmes bancaires. Mais plusieurs arguments sont avancés pour justifier une intégration financière asiatique par la finance de marché, en particulier par la création d'un marché obligataire régional.

Le premier argument est que l'intermédiation bancaire a perdu de son importance depuis que la plupart des États asiatiques ont abandonné la planification du développement économique. Ils n'ont donc plus besoin de contrôler directement ou indirectement les banques pour financer une politique industrielle explicite. Par ailleurs, les banques sont rendues responsables de la crise de 1997-98 du fait de l'endettement

externe en dollar auquel elles ont eu recours lorsque les pays asiatiques ont commencé à déréglementer leur système financier au début des années 1980. Il en résulte une volonté de diversifier les sources de financement de l'économie en développant la finance de marché pour réduire la dépendance envers le crédit bancaire, réduire le risque systémique et tenter de conserver l'épargne asiatique en Asie. Mais au-delà des leçons tirées de la crise, certains auteurs (J.H. Boyd, B.D. Smith, 1998) défendent l'idée

**Tableau n° 3: Comparaison de la structure de financement de certains pays d'Asie de l'est en 1995 et 2003.**

Pays/ Economie	Crédit bancaire	1995 Actions	Obligations	Crédit bancaire	2003 Actions	Obligations
En % du financement total						
Hong Kong	39.6	55.6	4.8	23.3	69.7	7.0
Indonésie	60.2	38.0	1.7	42.9	51.3	5.8
Corée du sud	44.6	29.4	26.1	45.7	23.9	30.4
Malaisie	22.4	65.3	12.4	29.7	47.9	22.4
Philippines	30.1	64.9	4.9	47.9	47.3	4.7
Singapour	31.5	60.0	8.4	32.5	47.5	20.0
Taiwan	62.9	31.2	5.9	42.5	43.1	14.4
Thaïlande	50.8	43.9	5.3	38.3	40.2	21.5
Total	45.0	44.5	10.6	36.8	44.6	18.5
Etats-Unis	21.1	30.4	48.5	19.5	33.2	47.2
Royaume-Uni	42.5	44.5	13.1	44.7	38.8	16.5
Japon	43.4	27.8	28.8	33.7	21.9	44.4
Total	30.2	30.7	39.1	25.1	31.4	43.5

Sources: International Financial Statistics, International Federation of Stock Exchanges, Japan Securities Dealers Association, IFC Bond Database, Thai Bond Dealing Center, Thomson Financial, CEIC, and various central banks.

Notes:

1. Total financing is defined as total outstanding amount of bank loans, stocks and bonds.
2. Bank loans are domestic credit extended to the private sector. All bank loan data, except Taiwan, are reported in line 32d in the International Financial Statistics.
3. For 2003, all outstanding bond data are as of end-2003, except for Japan and Singapore (end-2002), Indonesia (end-2000) and the Philippines (end-1999). For 1995, all outstanding bond data are as of end-1995, except for the United Kingdom (end-March 1995). Figures are local-currency denominated debt.
4. Bond figures for Hong Kong, Korea, Malaysia, Taiwan, the United States, the United Kingdom and Japan are from central banks. Figures for Indonesia and the Philippines are from IFC Emerging Markets Information Center Bond Database. Figures for Thailand are from Thai Bond Dealing Center. Figures for Singapore are estimates based on data from MAS and Thomson Financial.
5. Percentage shares may not add up to 100% due to rounding.

que la poursuite du développement économique rend nécessaire le développement de la finance de marché. Le financement bancaire est le seul possible aux premières étapes du développement car les banques sont les seules à même de s'adapter à une

situation d'asymétrie informationnelle sévère <sup>(38)</sup>. Le système bancaire est aussi bien adapté au financement des industries intensives en capital car en cas de faillite, les actifs en capital fixe permettent aux banques de se rembourser. La finance de marché correspondrait mieux à une économie où l'essentiel de l'industrialisation a déjà eu lieu et qui est entrée en phase de diversification par l'innovation. On peut estimer que Taïwan, la Corée du sud, Hong Kong et Singapour ont atteint ce stade. Les actionnaires ne réclament pas de garantie comme dans le cas du crédit bancaire ou des emprunts obligataires, ce qui facilite le financement d'actifs intangibles comme la R&D. Le marché des actions serait aussi plus propice à l'innovation, dans la mesure où il permet aux capital-risqueurs de revendre leur participation et de réaliser une plus-value grâce à l'introduction en bourse. L'avantage du marché obligataire est de permettre aux entreprises qui y ont accès d'emprunter à un coût plus faible que permettre aux entreprises qui y ont accès d'emprunter à un coût plus faible que celui du crédit bancaire et pour de plus longues échéances car le risque peut être divisé entre un plus grand nombre d'investisseurs, qui pourront s'ils le souhaitent revendre leurs obligations sur le marché secondaire.

Le deuxième argument est que le développement d'un marché obligataire liquide est indispensable à l'intégration monétaire. L'absence de marché obligataire liquide pour toutes les maturités réduit les entrées potentielles de capitaux stables qui pourraient permettre au marché des changes d'atteindre la taille critique nécessaire à une relative stabilité des changes. Du fait de l'étroitesse du marché des changes, le taux de change des pays en développement est à la merci des transactions de montant élevé, ce qui conduit à une volatilité plus élevée des taux de change, durant les périodes de calme et a fortiori en cas de sorties importantes de capitaux. Elle rend aussi impossible la couverture des changes faute d'obligations dans lesquelles les capitaux étrangers pourraient s'investir. Cette situation pousse les entreprises à adopter le dollar pour leurs transactions internationales. A la racine du problème se trouve la fragilité intrinsèque de la monnaie nationale de beaucoup de pays en développement qui reflète le manque de confiance dans la solidité économique, politique et institutionnelle de ces pays. La monnaie nationale ne peut être utilisée pour emprunter à l'étranger ou pour emprunter à long terme sur le marché domestique <sup>(39)</sup>.

Pour remédier à cette situation, la solution passe par une action volontariste des États pour créer ou renforcer les marchés obligataires nationaux par l'émission d'obligations souveraines de court, moyen et long terme, permettant de créer les courbes de rendement de référence nécessaires aux investisseurs privés pour étalonner leurs propres émissions. Le problème est que tous les pays asiatiques ne disposent pas de la taille critique ni des institutions publiques et de l'infrastructure nécessaires pour parvenir seuls à développer leurs marchés obligataires. D'où le projet d'une coopération régionale en vue de l'établissement d'un marché obligataire régional. Cela pose à nouveau la question de la stabilité des changes car investir dans l'obligation d'un pays

---

<sup>38)</sup> L'asymétrie d'information tient à ce qu'il n'existe pas de système légal protégeant l'investisseur, lui accordant des droits importants en matière d'information, lui permettant d'exercer un contrôle de la gestion de l'entreprise, de faire exécuter les contrats en cas de défaut de paiement, voire la liquidation lorsqu'il n'existe pas un droit des faillites (pour plus de détails voir S. Takagi, 2002).

<sup>39)</sup> C'est ce que B. Eichengreen, R. Hausmann et U. Panizza (2005) dénomment le « péché originel ».



est-asiatique ou d'un panier d'obligations de différents pays de la région, créé un risque de change que les investisseurs ne veulent en général pas assumer. C'est pourquoi certains comme J. Mori et alii (2002), de l'Unité de Compte Asiatique (UCA). Là encore, l'expérience européenne sert de référence.

Pour J. Mori et alii (2002), l'UCA pourrait aider au développement des marchés obligataires asiatiques, souveraines et privées, en permettant l'émission d'obligations libellés en UCA dont le risque de change serait réduit par rapport aux obligations en monnaies domestiques ; et en offrant aux banques les actifs dont elles ont besoin lors des opérations de couverture des changes. Un marché des changes à terme de l'UCA contre les monnaies domestiques pourrait naître et offrir aux pays asiatiques qui en sont souvent dépourvus les instruments de couverture des changes à terme dont ils ont besoin. La création d'un système de règlement, « Asia Clear » permettrait de régler les paiements en UCA, de même que les paiements en ECU étaient réglés à Bruxelles.

C. Dammers et R. Mc Caulley (2006) ont justement réétudié l'histoire des obligations privées émises en ECU pour vérifier les possibilités de faire avancer l'intégration monétaire et financière par la création d'un marché régional d'obligations privées en monnaie-panier <sup>(40)</sup>. Le relatif succès de « l'ECU privé », de 1981 à 1991 surtout, tenait certes en partie à son rattachement à une unité de compte officielle par rapport à laquelle les monnaies étaient fixes, mais surtout à sa stabilité vis-à-vis de la monnaie clef en Europe, le Deutschemark. En effet, l'émission d'obligations en ECU a servi de substitut aux émissions d'obligations internationales libellées en mark que la Banque Fédérale d'Allemagne voulait empêcher afin de garder le contrôle sur la création monétaire et de garantir aux banques allemandes un monopole de fait sur les émissions d'obligations libellées en mark. L'émission d'obligations en ECU a décliné quand le gouvernement allemand après avoir accepté le principe du marché unique en 1992, a dû supprimer ce monopole et quand la Banque Fédérale a accepté l'internationalisation du mark. La crise de 1992-93 du SME a ensuite provoqué son effondrement car la sortie de grandes monnaies a entraîné des pertes pour certains investisseurs. Ce n'est qu'à la veille de l'introduction de l'euro en 1999 que l'émission d'obligations en ECU s'est redressée lorsqu'il a été acquis qu'un ECU s'échangerait contre un euro.

On peut tirer de cette expérience historique les enseignements suivants :

L'intervention publique sous la forme de l'émission d'obligations souveraines en monnaie-panier est certes indispensable pour la mise en place des infrastructures nécessaires et pour donner l'impulsion initiale mais elle n'est pas suffisante pour l'essor de son usage privé. Les investisseurs doivent y avoir un intérêt particulier, en l'occurrence la possibilité d'investir dans des obligations très proches des obligations libellées dans la monnaie régionale dominante, lorsque celle-ci n'est pas internationalisée. Deuxièmement, l'existence d'une unité de compte reconnue comme monnaie légale (ce que l'on a appelée précédemment « monnaie parallèle ») a aussi été

---

<sup>40)</sup> « Une monnaie panier est une moyenne pondérée d'un ensemble de devises »... « L'émetteur d'une obligation dans cette unité s'engage à payer, pour les intérêts et le principal, la somme des montants calculés, à la date de paiement, sur la base du cours de change au comptant pour chacune des monnaies composantes par rapport à la devise de règlement ». C. Dammers et R. Mc Caulley (2006).

une condition nécessaire mais non suffisante, puisque c'est la perspective de la monnaie unique qui a redynamisé les obligations en écus dont le marché était moribond.

Transposé au cas asiatique, cela signifie que les pouvoirs publics doivent créer les institutions nécessaires au fonctionnement d'un marché obligataire régional, c'est-à-dire un cadre juridique, une Unité de Compte Asiatique (UCA) ayant cours légal préfigurant une monnaie unique, et surtout la possibilité pour les résidents et les non-résidents d'émettre des obligations libellés en UCA qui soit de proches substituts aux obligations des deux principales économies de la région, le Japon et la Chine.

Les marchés financiers des pays asiatiques sont encore cloisonnés (mais de moins en moins) en raison de la faible internationalisation de leur monnaie, (choisie, pour la Chine et Singapour ou subie pour le Japon), des impôts à la source sur les plus-values et les intérêts, et de l'absence d'infrastructures communes. Contrairement à l'Europe et à l'Amérique du nord, de nombreux pays d'Asie ont maintenu jusqu'à la fin des années 1990 des mesures de contrôles des capitaux et de restriction à la convertibilité de leur monnaie. La crise de 1997-98, a été l'occasion de raviver le débat sur l'utilité du contrôle des capitaux dans la mesure où les pays qui les avaient maintenus (la Chine, Taiwan, l'Inde) ont été épargnés par la crise. La Malaisie, qui les avaient relâchés, les a rétablit durant la crise en opposition au FMI dont les programmes d'urgence se sont révélés pire que le mal <sup>(41)</sup>. La crise passée, la tendance générale au démantèlement des dernières mesures de contrôles de capitaux a repris, sous la pression des banques et des investisseurs internationaux, des gouvernements des pays dont ils sont originaires, mais aussi de nombreux pays asiatiques et de partisans de l'intégration monétaire et financière. Ceux-ci en effet pensent que pour attirer les investisseurs, il faut adopter les principes de la mondialisation financière, c'est-à-dire déréglementer et décloisonner les marchés financiers asiatiques pour qu'ils soient compétitifs. Ce faisant, Ils oublient une autre leçon de l'expérience européenne. C'est la suppression des contrôles de capitaux dans l'UE qui a permis à la spéculation de faire éclater le SME en 1992-93 conduisant à la quasi-disparition du marché des obligations privées en ECU. Le système de swaps entre les banques centrales européennes, dont l'équivalent en Asie est l'initiative de Chiang Mai, s'était aussi révélé à l'époque insuffisante pour défendre le SME.

---

<sup>41)</sup> Au point que des partisans du libre-échange comme Paul Krugman ont même reconnu qu'il fallait adopter « un plan B », c'est-à-dire recourir à des contrôles provisoires des capitaux.

### **3. L'intégration financière en Asie de l'est : état des lieux.**

L'intégration financière en Asie de l'est concerne pour l'essentiel le marché monétaire, le marché des actions, le marché des obligations et suppose la création d'un contexte légal et d'un système de paiement efficace qui rend possible la négociation et le règlement des transactions. Ce processus n'est pas le produit spontané d'initiative des marchés financiers mais bien le produit d'initiatives politiques récentes. Plus que jamais les marchés financiers sont des constructions institutionnelles.

#### **3.1 L'intégration du marché monétaire.**

Les taux d'intérêt interbancaire demeurent très différents d'un pays à l'autre. En septembre 2005 par exemple, le différentiel atteint environ 300 points de base pour le taux overnight et le taux à trois mois en septembre 2005 <sup>(42)</sup>. Ce différentiel ne s'expliquant pas par des différences de prime de risque dues à des anticipations de taux de change divergentes, le constat est bien celui d'une très faible intégration des marchés monétaires <sup>(43)</sup>. Une analyse du co-mouvement des taux d'intérêt interbancaire indique une amélioration de l'intégration entre certaines paires de pays. Mais le mouvement reste timide.

#### **3.2. L'intégration du marché des actions.**

L'analyse du co-mouvement des rendements des actions (ABM 2005) indique une intégration plus poussée que celle des marchés monétaire et obligataire. Sur la période 2002-2005, 12 des 36 paires de pays asiatiques étudiés révèlent un coefficient de corrélation de 0,5. Les marchés les plus ouverts comme Hong Kong et Singapour sont sans surprise les plus intégrés tandis que le marché des actions de la République Populaire de Chine ne présente pas d'intégration avec les autres pays de l'Asie de l'est. L'ensemble des taux de rendements des marchés asiatiques présentent par contre une corrélation élevée avec le marché américain. J. Jeon, Y. Oh, et D.Y. Yang (2005) obtiennent des résultats similaires. Après la crise, les marchés d'actions des 10 pays étudiés sont plus intégrés au marché américain, mais parallèlement, l'intégration entre pays asiatiques progresse de façon propre. Les mêmes auteurs confirment que l'intégration des marchés d'actions en Asie de l'est a progressé, mais que l'intégration avec les marchés des pays développés demeure beaucoup plus forte et qu'il n'y a pas de mouvement spontané des marchés asiatiques vers la création d'un marché d'actions asiatique. R.W. Click et M.G Plummer. (2005) parviennent à un résultat identique. Leurs résultats empiriques montrent que les marchés d'actions de l'ASEAN sont cointégrés au sens économique et ne sont donc pas complètement segmentés par les frontières nationales, même si leur intégration est loin d'être complète. Ils en concluent que des

---

<sup>42)</sup> Les pays étudiés sont la République populaire de Chine, l'Indonésie, le Japon, la Corée, la Malaisie, les Philippines, et Singapour. Source « Asian Bond Monitor », Novembre 2005.

<sup>43)</sup> Le taux interbancaire croisé des pays concernés est corrigé par le mouvement des taux de change anticipés tel que l'on peut le calculer par le différentiel des taux d'intérêt non couverts. Une limite de ce type de calcul est qu'il repose sur l'hypothèse des anticipations rationnelles qui dans les faits suppose que les taux de changes constatés sont une bonne approximation des taux de changes anticipés, ce qui est loin d'être démontré. Sur cette base, on obtient un différentiel de 720 points de base, c'est-à-dire un différentiel deux fois plus élevé que le niveau absolu du différentiel de taux d'intérêt constaté. Source : « Asian Bond Monitor », Novembre 2005

initiatives pour mieux intégrer les marchés d'actions pourraient être entreprises et sont même désirables sur le plan de l'efficacité. Une bourse des valeurs régionale pourrait inciter les investisseurs à répartir leurs placements sur plusieurs des petits marchés de l'ASEAN, ce dont ils s'abstiennent actuellement. Les investisseurs étrangers seraient potentiellement plus intéressés par une bourse des valeurs régionales dont la liquidité serait plus élevée et les coûts de transactions plus faibles. Cela les conduirait à augmenter leurs investissements.

La création d'une bourse de valeur régionale ne fait pourtant l'objet à l'heure actuelle d'aucune initiative privée ou publique. Il y a bien des tentatives d'intégration des places financières régionales, mais celles-ci se heurtent à plusieurs difficultés. La première concerne la concurrence qui oppose les places boursières d'Asie et du Pacifique pour accéder au statut centre financier de référence servant de plateforme pour les investissements dans toute la région. Il est clair que toutes les bourses de valeur asiatiques ne pourront devenir des centres financiers régionaux, mais seulement 2 ou 3 ce qui aiguise la rivalité <sup>(44)</sup>. Cette situation favorise comme ailleurs la privatisation des bourses de valeur <sup>(45)</sup> (IOSCO, 2005), conduit à des investissements élevés en infrastructures technologiques, à des alliances avec ou sans prise de participation, mais pas nécessairement entre places boursières asiatiques. Ainsi le Bombay Stock Exchange, deuxième bourse des valeurs d'Inde et récemment privatisé, vient de vendre 5% de ses actions à Deutsche Börse pour contrer la décision du groupe NYSE d'acquérir 5% du National Stock Exchange, la première bourse des valeurs indienne. La bourse de Singapour et de Londres et le NASDAQ pourraient s'associer à Deutsche Börse qui collabore aussi avec la bourse de Shanghai et la bourse de Séoul. Les différences de systèmes juridiques constituent une deuxième difficulté. Le Japon, la Corée et de plus en plus la Chine s'inspirent de la tradition juridique américaine alors que Hong Kong, Singapour, l'Australie et la Malaisie s'inspirent du système juridique britannique. Cela ne facilite pas l'harmonisation juridique et la reconnaissance mutuelle qui sont les deux voies possibles à l'intégration financière. Jenny Corbett et Gordon de Brouwer (2003) donnent un exemple des complications que cela entraîne. Les bourses de Sidney et de Singapour ont signé un accord en décembre 2001 permettant à des investisseurs australiens de réaliser des transactions sur des titres cotés à la bourse de Singapour à partir de la bourse de Sidney et réciproquement. Les bourses de Singapour et de Tokyo ont signé un accord équivalent et la bourse de Sidney et de Tokyo devaient négocier un accord bilatéral pour clore le triangle. D'autres marchés boursiers asiatiques auraient pu ensuite rejoindre l'accord ce qui était une voie possible pour la création d'une bourse d'échange régionale. Le problème est que la loi japonaise, suivant en cela la loi américaine, ne permet pas la vente d'actions étrangères lorsque l'entreprise

---

<sup>44)</sup> Les candidats sérieux sont les bourses de Hong Kong et de Singapour, de loin les plus modernes et internationalisées ; la bourse de Tokyo du fait du poids des entreprises japonaises cotées mais qui est handicapée par son retard technologique et sa faible internationalisation ; la bourse de Sidney mais trop petite et éloignée, et dans le futur, la bourse de Shanghai qui est pour l'instant tournée vers la Chine.

<sup>45)</sup> Les bourses de valeurs étaient jusqu'il y a peu des institutions publiques ou appartenant à des sociétaires, notamment les courtiers et les banques, offrant un bien public. La dérégulation et la concurrence internationale conduit à une tendance à la privatisation (démutualisation en Anglais) qui les transforment en entreprises privées à la recherche de profit (for-profit companies) cotées en bourse. D'où la tendance actuelle à la création d'un oligopole mondial comme dans les autres secteurs d'activité.

concernée n'est pas enregistrée au Japon, ce qui est une procédure pratiquement aussi lourde que de demander à être coté à la bourse de Tokyo. Les investisseurs de Singapour peuvent acheter des actions japonaises mais les investisseurs à la bourse de Tokyo ne peuvent acheter des actions cotées à Singapour. Singapour et l'Australie appliquent par contre le principe de reconnaissance mutuelle qui est aussi en vigueur dans l'Union Européenne pour rendre possible un marché unique de la finance. Bien que les transactions entre Singapour et l'Australie avaient vocation à prospérer, la bourse de Sidney a annoncé qu'elle mettait fin à son accord avec la bourse de Singapour par manque de « visibilité commerciale » bien que « l'accord était très réussi sur le plan juridique et technique » <sup>(46)</sup>. Du point de vue de la rentabilité privée, et c'est là une troisième difficulté, il n'y a pas nécessairement de motif à la création d'un marché régional d'actions. En l'absence d'une initiative commune des États asiatiques, le maintien de marchés d'actions nationaux, parfois intégrés à l'oligopole mondial des bourses de valeur en formation, est vraisemblablement le scénario le plus probable.

### 3.3 L'intégration du marché obligataire.

C'est dans ce domaine que l'intégration régionale a le plus progressé, à condition de préciser ce que l'on entend par marché obligataire régional car il n'existe pas de définition précise communément admise. Les marchés sont considérés selon la nature des obligations échangées. Les obligations sont classées par la Banque des Règlements Internationaux (BRI) selon la résidence de l'émetteur, la résidence des investisseurs visés, et la devise dans laquelle sont libellées les obligations. Le croisement de ces critères aboutit aux situations décrites dans le tableau n° 4.

<b>Tableau n° 4 : Classification des obligations selon la BRI.</b>		
	<b>Émises par les résidents</b>	<b>Émises par les non-résidents</b>
<b>En monnaie nationale</b>		
<b>Destinés aux investisseurs résidents</b>	Domestique	Internationale (intra-territoriale : Yankee, Samouraï, Bulldog).
<b>Destinés aux investisseurs non-résidents</b>	Internationale (extraterritoriale ou euromarchés)	Internationale (extraterritoriale ou euromarchés)
<b>En devises étrangères</b>	Internationale	Internationale (Shogun)
<b>Source : BRI, 2003, p 14.</b>		

Une obligation est domestique si elle est émise par les résidents d'un pays, libellée en monnaie locale et destinée à des investisseurs résidents dans le même pays.

<sup>46)</sup> Déclaration de G. Scully, dirigeant de l'Australian Stock Exchange au salon professionnel SIBOS APAC de 2006.

Une obligation est internationale si elle destinée à des investisseurs non-résidents, émises par des émetteurs résidents ou non-résidents et libellée en monnaie nationale ou en devise étrangère <sup>(47)</sup>.

Sur la base de ces critères, un marché obligataire asiatique peut être défini de plusieurs manières allant d'un régionalisme très ouvert à un régionalisme fermé : Un marché obligataire est asiatique si les vendeurs et acheteurs sont principalement mais non exclusivement des résidents de l'Asie de l'est. Ou bien un marché obligataire est régional si les obligations échangées sont libellées en monnaies asiatiques, ou en Unité de Compte Asiatique. Une troisième définition encore plus restrictive consiste à combiner les deux premières définitions. Chacune de ces trois définitions peut recouvrir des situations très différentes <sup>(48)</sup>. Mais en définitive, si un marché obligataire régional devait avoir un intérêt, ce ne serait certainement pas de garantir une sorte de « nationalisme financier » mais de résoudre le problème initial : la double asymétrie de devises et de maturité. Pour ce qui concerne l'asymétrie de maturité, l'essentiel est que des emprunteurs à long terme asiatiques puissent émettre des obligations de long terme et ne soit pas obligés d'avoir recourt au crédit bancaire de court terme. De ce point de vue, la nationalité et la localisation géographique de l'investisseur importe peu. C'est pourquoi les émetteurs asiatiques préfèrent s'adresser au marché global pour de gros montants et pour le long terme. Par contre, pour résoudre l'asymétrie de devises, la deuxième définition s'impose. Les obligations doivent être libellées en devises asiatiques ou en UCA. Le problème est que très peu d'investisseurs non asiatiques acceptent d'investir dans des obligations en devises asiatiques et a fortiori pour le long terme (R.N. McCauley, Y.C. Park, 2006).

Un marché obligataire capable de résoudre l'asymétrie de devises est de fait un marché régional correspondant à la troisième définition. Les trois centres financiers d'Asie pourraient potentiellement jouer le rôle de marché régional, en particulier Hong Kong et Singapour qui disposent d'infrastructures financières à la pointe du progrès. Mais il n'en est rien pour un ensemble de raisons. La prédominance de l'oligopole que forment les devises clefs (euro, dollar US et livre sterling) sur le marché global est difficile à remettre en cause. Comme on l'a vu, le yen est une monnaie peu internationalisée, même en Asie, dont le taux de change est peu synchronisé avec les autres monnaies asiatiques. Libeller des obligations en Yen introduit un risque de change trop important. Enfin les investisseurs japonais ont été échaudés par la crise de 1997-98 et se méfient du risque de crédit des emprunteurs est-asiatiques. Ceci explique pourquoi il n'y a pas eu d'émission d'obligations « shogun » depuis 1994, et pourquoi les émissions d'obligations « samouraïs » avaient retrouvé en 2002 un niveau

---

<sup>47)</sup> Une obligation émise par des non-résidents, libellée en monnaie locale et destinée à des investisseurs résidents est donc considérée comme internationale. On les appelle obligations « Yankee » aux États-Unis, « Samurai » au Japon et « Bulldog » en Grande-Bretagne. Les obligations émises par des résidents ou des non-résidents libellées dans une monnaie différente de celle des investisseurs visés sont considérées comme « offshore ». Par exemple, les obligations libellés en US \$ vendues en dehors des États-Unis. C'est ce que l'on appelle par abus de langage « l'euromarché ».

<sup>48)</sup> Par exemple la première définition s'applique à un résident au Japon émettant à Londres des obligations libellées en yen qui seront achetées par un emprunteur coréen. La troisième définition pourrait se résumer au slogan : « par des asiatiques, pour des asiatiques et en devises asiatiques » pour reprendre l'expression de K. Hamada et al. (2004).

correspondant à  $1/10^{\text{ème}}$  de leur niveau d'avant la crise de 1997-98 (D. Park, Y.C. Park, 2005). La convertibilité réduite du dollar de Singapour est aussi un frein au développement des obligations internationales libellées dans cette monnaie. L'autorité monétaire de Singapour a toujours voulu empêcher le développement de marchés offshore en dollar de Singapour pour empêcher toute spéculation déstabilisatrice. Cela a toujours bien réussi à Singapour et c'est ce qui lui a d'ailleurs permis de bien résister à la crise de 1997-98 (G. Eipstein, K.S Jomo, I. Grabel, 2004). A l'heure actuelle, un non-résident qui souhaite émettre une obligation internationale en dollar de Singapour doit échanger les dollars qu'il obtient en réalisant un swap avant la fin de la journée. Cela limite l'intérêt de ce type d'émission alors même que le dollar de Singapour est plus en phase avec les autres monnaies asiatiques. Enfin la parité fixe du dollar de Hong-Kong avec le dollar américain fait que les émissions d'obligations internationales en dollar de Hong-Kong présentent un risque de change trop important maintenant que la plupart des devises asiatiques flottent. Il n'y a pas de candidat naturel au rôle de marché régional en Asie de l'est.

Pour débloquer la situation, le groupe de pays dits « ASEAN+3 » a pris une décision majeure en décembre 2002 « l'initiative du marché obligataire asiatique » (Asian Bond Market Initiative, ABMI) qui de fait correspond à la première définition. Les deux « géants » asiatiques, le Japon et la Chine en sont partie prenante, ce qui prouve que des compromis sont possibles en matière d'intégration financière. En juin 2003, une première phase a été mise en œuvre avec la création du « Fonds Obligataire Asie 1 » (Asian Bond Fund, ABF1) doté d'un milliard de US\$ pour investir dans des obligations souveraines ou quasi-souveraines libellées en US \$ émises par les pays membres de l'EMEAP <sup>(49)</sup> à l'exclusion du Japon, de l'Australie et de la Nouvelle-Zélande. Le fonds est géré par la BRI. Les titres libellés en dollars sont principalement négociés sur les marchés internationaux plus développés. La monnaie utilisée étant le dollar américain et l'intermédiation financière n'étant pas « internalisée » en Asie, il est légitime de s'interroger sur l'adéquation de cette initiative avec l'objectif de créer un marché obligataire « asiatique ». Même si près de 44% des obligations internationales primaires et à terme 50% seulement sont achetées par des investisseurs asiatiques (R. N. McCauley, S.S. Fung, B. Gadanecz, 2002, p 3), l'ABF1 est plutôt une opération de drainage de l'épargne mondiale. Mais le fonds ABF1 est surtout important en tant qu'exercice de coopération entre les banques centrales et les ministères des finances des pays concernés préparant des projets de plus grande ampleur. En décembre 2004, l'ABF entrait dans une deuxième phase avec le « Fonds Obligataire Asie » (ABF2) qui présente un certain nombre de caractéristiques importantes :

---

<sup>49)</sup> L'EMEAP (l'Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks) regroupe 11 banques centrales d'Asie et du Pacifique. Créé en 1991, son objectif premier est de renforcer la coopération entre les banques centrales partie prenante: Reserve Bank of Australia, People's Bank of China, Hong Kong Monetary Authority, Bank Indonesia, Bank of Japan, The Bank of Korea, Bank Negara Malaysia, Reserve Bank of New Zealand, Bangko Sentral ng Pilipinas, Monetary Authority of Singapore and Bank of Thailand.

1. L'ABF2 regroupe neuf fonds : le PAIF (Pan-Asian Bond Index Fund) et huit fonds nationaux (Chine, Hong-Kong, Indonésie, Corée, Malaisie, Philippines, Singapour, Thaïlande). Le PAIF est un fonds indiciaire doté d'un milliard de dollars US qui investit dans des obligations souveraines et quasi-souveraines en monnaie locale des huit pays. Les huit autres fonds investissent 1 milliard de dollar US dans leur marché respectif. Chacun des neufs fonds répliquera un indice obligataire de « l'International Index Company », une entreprise privée spécialisée dans la construction d'indices de référence. Ces fonds ont vocation à s'ouvrir à terme aux investisseurs institutionnels et au public.
2. Comme pour l'ABF1, ce ne sont pas les montants investis, relativement modestes, qui font l'importance de l'initiative. L'ABF2 est avant tout un instrument permettant d'éliminer les derniers contrôles de capitaux en vigueur et la fiscalité sur les produits financiers afin d'assurer progressivement une mobilité parfaite des capitaux entre les pays concernés. L'originalité réside dans la formule de répartition de l'actif du PAIF et des fonds nationaux entre les différents pays. 4 critères de pondération entrent dans la formule : la dimension du marché local, le volume d'opération, la notation souveraine, et un facteur d'ouverture du marché. Égale au départ, la répartition des actifs entre les différents pays peut varier en fonction de l'évolution de ces quatre critères. Les pays qui font mieux que la moyenne des huit pays verront leur part majorée. Mais alors que les trois autres critères sont assortis d'une pondération de 20%, le critère d'ouverture du marché pèse lui pour 40%.

La concurrence entre les pays pour attirer des fonds va donc les pousser à supprimer tout ce qui est considéré par les investisseurs comme des barrières à la libre circulation des capitaux. Parmi les demandes principales des investisseurs on trouve la convertibilité totale des monnaies, la suppression des impôts à la source, et l'accès des investisseurs non-résidents à tous les segments des marchés locaux. Des mesures en ce sens ont déjà été prises par plusieurs pays : La Malaisie a levé toutes les restrictions sur les activités de couverture des non-résidents. « Les sociétés sous contrôle étranger ont désormais pleinement accès aux facilités de crédit en ringgits sur le marché intérieur ». Le PAIF est le premier investisseur institutionnel étranger à avoir obtenu un accès direct au marché interbancaire (G. Ma, E.M. Remolona, 2005). En Corée, le gouvernement a aboli l'obligation pour les investisseurs étrangers de déclaration de leurs activités auprès de l'autorité de supervision. Les investisseurs étrangers peuvent maintenant négocier des obligations libellées en won sur les marchés de gré-à-gré offshore. Les institutions financières coréennes sont par ailleurs exemptées de l'impôt à la source sur les gains en capital sur les obligations (Asian Bond Monitor, 2005).

Comme l'explique B. Eichengreen (2006b) la logique de cette démarche est d'aboutir au résultat suivant : les marchés financiers domestiques auront été totalement ouverts à la finance globale sans qu'un marché régional n'ait été construit. Cela revient finalement à ouvrir le compte de capital de chaque pays à la finance globale en oubliant les leçons de la crise financière asiatique de 1997-98 et de celles qui l'ont précédé. Même les partisans acharnés de l'ouverture du compte de capital reconnaissent que sans la création d'institutions de supervision solides, de réglementations prudentielles efficaces, et de marchés robustes, une ouverture rapide et indiscriminée conduit



inévitablement à un cycle de gonflement et d'éclatement de bulles financières. Les leçons de la crise financière de 1997-98 semblent avoir été oubliées.

## **Conclusion.**

Quelles leçons peut-on tirer de ces débats et de ces initiatives portant sur l'intégration monétaire et asiatique ?

La première est que les arguments ont évolué. Au lendemain de la crise, le débat portait bien sur les mesures à mettre en œuvre pour éviter sa répétition. Bien que l'expression n'ait jamais été employée, il y avait implicitement l'idée que l'intégration monétaire et financière pouvait servir de « bouclier » pour protéger l'Asie des dangers de l'instabilité financière internationale. Les contrôles de capitaux retrouvaient une légitimité intellectuelle dans la mesure où les pays qui les avaient maintenus, en particulier la Chine, avaient été préservés. Avec le retour de la croissance, même à un rythme plus faible qu'auparavant, et l'accumulation de réserves de change à des niveaux record, les arguments ont évolué. Il s'agit moins maintenant de s'intégrer à l'échelle régionale pour se protéger mais plutôt de s'intégrer pour devenir plus compétitif. Le niveau de l'intégration a lui aussi changé. Au lieu de poursuivre le projet d'un marché régional de la finance au sens de marché unique comme on l'entend dans l'Union Européenne, il s'agit plutôt de développer les marchés financiers nationaux sur la base de principes communs pour les rendre plus ouverts les uns envers les autres et pour mieux les intégrer au marché mondial.

La deuxième leçon concerne l'articulation de l'intégration monétaire et financière. Quelque soit la valeur théorique des arguments concernant la nécessité de combiner ou de dissocier intégration monétaire et financière, il semble bien que dans la pratique il est difficile d'aller très loin dans l'intégration financière sans intégration monétaire. La volonté partagée, quand elle existe, d'aboutir à une monnaie commune, voire unique, apparaît bien comme la force motrice susceptible de mobiliser les énergies et de justifier la constitution d'un marché unique de la finance à l'échelle régionale. L'affaiblissement du projet de création d'un marché financier asiatique en tant qu'institution collective établit sur des règles communes s'explique avant tout par les limites de l'intégration monétaire. Celle-ci n'a jamais dépassé le stade de la mise en place d'un filet de sécurité monétaire en cas de crise de change. Les ministres des finances commencent à se rencontrer sur une base régulière pour échanger des informations. Mais on est encore loin d'une coordination des politiques macroéconomiques permettant une meilleure synchronisation des taux de change. On est encore plus loin des premières initiatives visant à établir un système monétaire asiatique et a fortiori, une monnaie asiatique.

Est-ce à dire que les mesures prises et les mesures à l'étude sont négligeables ? Bien évidemment non. Avant la crise de 1997-98, les marchés monétaires et financiers de l'est-asiatique étaient non seulement très segmentés, mais surtout il n'y avait aucune habitude de travail en commun, peu de connaissances communes des marchés nationaux respectifs et de leurs diversité. A l'heure actuelle, les groupes de travail créés à l'initiative du groupe ASEAN + 3 cherchent à établir des normes communes dans les domaines juridiques, comptables, à rapprocher les agences de notation, et à constituer

un système de paiement asiatique permettant le règlement des transactions en temps réel pendant les fuseaux horaires asiatiques. L'Unité de compte Asiatique existe « sur le papier » et fait l'objet de publication régulière par la Banque Asiatique du Développement et il est possible que les autorités économiques et monétaires l'intègre progressivement dans leur réflexion. Ce travail est peu visible et moins symbolique que la création d'une monnaie commune, mais s'il est mené à bien, il établira les institutions et les infrastructures indispensables à une intégration monétaire et financière future qui sera soit régionale soit mondiale selon la volonté politique qui prévaudra.

Un des événements qui déterminera cette volonté future proviendra de la capacité de résistance de l'Asie à la prochaine crise financière. Les raisons de s'inquiéter ne manquent pas. Non seulement un événement lointain tel la crise du crédit immobilier aux États-Unis de 2007 peut avoir des conséquences en chaîne en Asie, mais le « commerce de portage » (carry trade) qui consiste à emprunter en yen à des taux d'intérêt presque nuls pour spéculer sur les marchés financiers et les monnaies des pays d'Asie de l'est est motif d'inquiétude. Le démantèlement des contrôles de capitaux au nom de la suppression des « obstacles » à l'intégration financière, en particulier l'acceptation de la création de marchés « offshore » pouvant se connecter aux marchés « onshore » est lourd de danger spéculatif lorsque les positions prises sur les monnaies et les actifs asiatiques se dénoueront. Si elles se dénouent simultanément, les taux de change s'effondreront. Non seulement l'intégration régionale ne sera pas allée assez loin pour éviter la répétition de la crise de 1997-98, mais pire on aura peut être désarmé un peu trop vite.

Tableau n° 1 : Survey des travaux économétriques récents sur la symétrie des chocs macroéconomiques en vue d'une zone monétaire optimale en Asie de l'est.						
AUTEURS	PAYS ETUDIES	PERIODES ETUDIEES	NATURE DES DONNEES	METHODE ECONOMETRIQUE	PHENOMENE ETUDIE	RESULTATS : Les pays forment-ils une ZMO ?
TESTS FAVORABLES.						
Y. Huang, F. Guo (2006).	Malaisie, Indonésie, Philippines, Thaïlande, Hong Kong, Singapour, Corée, Japon, Chine.	1970-2002	Variables annuelles. PIB annuel et déflateur du PIB.	Modèle autorégressif vectoriel structurel, SVAR 4 variables.	Choc d'offre (PIB), choc de demande (prix), chocs externes, chocs monétaires	Oui : Malaisie, Indonésie, Thaïlande, Hong Kong, Singapour, Corée. Non : Philippines, Japon, Chine.
E. Cowan, K. Sato, Z. Zhang (2005).	Malaisie, Indonésie, Philippines, Thaïlande, Hong Kong, Singapour, Corée, Taiwan, Japon, Chine.	1978-2004	PIB réel annuel.	Test de cointégration et test de Vahid et Engle.	Co-mouvements du PIB réel.	Oui, mais 3 groupes (Indonésie, Thaïlande, Singapour), (Hong Kong, Corée, Chine) (Taiwan, Japon).
M. Kawai, T. Motonoshi (2005).	Malaisie, Indonésie, Philippines, Thaïlande, Hong Kong, Singapour, Corée, Taiwan, Japon, Chine.	1983-2000.	Variables annuelles. PIB annuel et déflateur du PIB.	Modèle autorégressif vectoriel structurel (SVAR, méthode Blanchard & Quah). Retard un an.	Choc d'offre (PIB), choc de demande (prix).	Oui : Malaisie, Thaïlande, Hong Kong, Singapour, Corée, Japon. Proches: Indonésie, Philippines. Non : Chine, Laos, Vietnam et Birmanie. Non: toute l'Asie de l'est.
S.Y. Kwack (2004).	Malaisie, Indonésie, Philippines, Thaïlande, Hong Kong, Singapour, Corée, Taïwan, Japon, Chine.	1975-2001.	Variables annuelles. PIB annuel et déflateur du PIB.	Modèle autorégressif vectoriel structurel (SVAR, méthode Blanchard & Quah) 2 variables. Retard de deux ans.	Choc d'offre (PIB), choc de demande (prix).	Oui, mais deux groupes: (Malaisie, Indonésie, Thaïlande, Singapour), (Corée, Taiwan Japon). Non : Philippines, Chine.
E. Ogawa, K. Kawasaki (2003)	Malaisie, Indonésie, Philippines, Thaïlande, Singapour, Corée, Chine.	Octobre 1985- Juin 1997.	Variable mensuelle. Taux de change réel.	Test de cointégration d'un modèle VAR.	Modèle de Parité des pouvoirs d'achat généralisé (G-PPP)	Oui, mais deux groupes : (Malaisie, Indonésie, Philippines, Corée). (Thaïlande, Singapour,

						Chine).
J. Goto (2002)	Malaisie, Indonésie, Philippines, Thaïlande, Singapour, Corée.	1980-2000	Nombreuses variables en données annuelles.	Analyse en composantes principales des résidus d'une fonction d'investissement.	Investissement.	Oui : Malaisie, Indonésie, Philippines, Thaïlande, Singapour, Corée.
J.W. Lee, Y.C. Park, K Shin (2002).	Malaisie, Indonésie, Philippines, Thaïlande, Hong Kong, Singapour, Corée, Taïwan, Japon, Chine.	1978-1999	PIB réel.	Modèle à facteurs dynamiques (Stock & Watson). Volatilité du PIB décomposée en facteur national, régional et mondial.	Co-mouvement régional et mondial.	Oui : Malaisie, Indonésie, Philippines, Thaïlande, Hong Kong, Corée, Japon. Non : Chine.
T. Bayoumi, B. Eichengreen, P. Mauro, 2000.	Malaisie, Indonésie, Philippines, Thaïlande, Hong Kong, Singapour, Taïwan, Corée, Japon.	1968-1998, mais 1997-98 exclus pour l'estimation des chocs	Variables annuelles. PIB annuel	Modèle autorégressif vectoriel structurel (SVAR, méthode Blanchard & Quah) 2 variables.	Choc d'offre, choc de demande	Oui : Malaisie, Indonésie, Singapour. Non : Thaïlande, Philippines, Hong Kong, Taïwan, Corée, Japon
TESTS PARTIELLEMENT OU TOTALEMENT DEFAVORABLES.						
J.S. Kim (2005)	Malaisie, Indonésie, Philippines, Thaïlande, Singapour, Corée, Japon, Chine.	1990-1997, 1998-2002	.	Test de cointégration et test de stationnarité	Inflation, Rendement des obligations souveraines, budget, ouverture commerciale, taux de croissance, balance courante, chômage.	Pas d'ancrage commun soutenable pour l'ensemble de l'Asie de l'est, mais ancrage commun possible entre le Japon et la Corée. Pas d'ancrage commun possible avec la Chine, ni entre les pays de l'ASEAN.
H. K. Chow, Y. Kim (2003)	Malaisie, Indonésie, Philippines, Hong Kong, Singapour,	1971-1997. Indonésie (1979) Philippines (1981), Hong	Production industrielle. Données	Modèle autorégressif vectoriel structurel (SVAR, méthode Blanchard & Quah).	Choc d'offre	Non : Le facteur national est toujours dominant et largement supérieur au

	Taïwan, Corée.	Kong (1982).	trimestrielles.	Volatilité du PIB décomposée en facteur national, régional et mondial.		facteur régional.
G. De Brouwer (2002)	Malaisie, Indonésie, Philippines, Thaïlande, Hong Kong, Singapour, Taïwan, Corée, Japon., Australie, Nouvelle-Zélande.	1970-1999.	Variable mensuelle, trimestrielle et annuelle. Taux de change effectif réel (JP Morgan).	Analyse de facteur commun. Test de cointégration des taux de change réels des pays d'Asie de l'est.	Recherche de facteur commun à l'évolution des taux de change réel.	Oui : Malaisie, Indonésie, Philippines, Thaïlande, Corée. Non : Japon., Hong Kong, Taïwan, Singapour (sauf années 1990-99), Australie, Nouvelle-Zélande.

## BIBLIOGRAPHIE.

Aggarwala R. (2003). "Road to a single Currency for South Asia". RIS Policy Brief, n° 9, December 2003.

ABM (2005). "Development of East Asian Local Currency Bond Markets: a Regional Update". Asian Bond Monitor, November 2005, Asian Development Bank, Manilla.

Athukorala, P.C. (2003). "Product Fragmentation and Trade Patterns in East Asia." Working Paper No. 2003/21 (October), Division of Economics, Research School of Pacific and Asian Studies, Australian National University.

Bayoumi T., Eichengreen B., Mauro P. (2000). "On regional Monetary Arrangements for ASEAN". Journal of the Japanese and International Economies, 14, pp 121-148.

Bayoumi T., Eichengreen B. (1999). « Is Asia an Optimum Currency Area? Can it become one? Regional, Global and Historical Perspectives on Asian Monetary Relations. In S. Collignon, J. Pisani-Ferry and Y. Chul Park editors: "Exchange rate Policies in Emerging Asian Countries". Routledge, London.

Bayoumi B. T. Eichengreen [1993], « Shocking aspects of European Monetary Integration », dans Torres F., Giavazzi G. (eds). "Adjustment and growth in the European Monetary Union", Cambridge, Cambridge University Press.

Bergsten C.F., Park Y.C. (2002). "Toward Creating a Regional Monetary Arrangement in East Asia ADB Institute Research Paper Series No. 50, December, Manilla.

Blanchard O. J, Quah D. (1989). "The Dynamic Effects of Aggregate Demand and Supply Disturbances." *American Economic Review*, 79 (September), pp. 655-673

Borras M., Ernst D., Haggard S., editors (2000). "International Production Network in Asia: rivalry or Riches?" Routledge, London and New York.

Boyd J.H., Smith B.D. (1998). "The Evolution of Debt and Equity Markets in Economic Development". *Economic Theory*, 12, p. 519-560.

BRI (2003). "Guide to the international financial statistics". BIS Paper n° 14 (February), Bale.

Chang H.J. (2003). "Globalisation, Economic Development and the Role of the State". Zed Books.

Cheung Y.W. (2004). "An Output Perspective on a Northeast Asia Currency Union". KIEP CNAEC Research Series 04-06, Seoul.

Chesnais F. (1997). "La mondialisation du capital". Syros, Paris.

Chow H.K., Kim Y. (2003). "A Common Currency Peg in East Asia? Perspectives from Western Europe". *Journal of Macroeconomics*, 25 (2003), p 331-350.

Click R.W., Plummer M.G. (2005). "Stock market integration in ASEAN after the Asian financial crisis", *Journal of Asian Economics*.

Cohen B. (2003). "The political dimensions of Monetary Unions". In D. Salvatore, J.W. Dean, T.D. Willet éditeurs: "The dollarization Debate". Oxford University Press.

Cowan E., Sato K, Zhang Z. (2005). "Real Output Co-movements in East-Asia: Any Evidence for a Monetary Union?" Presented at the Joint YNU/KIEP International Conference, Yokohama, September, 1-2, 2005.

CNUCED (2005). "World Investment Report 2005: Transnational Corporations and the Internationalisation of R&D". Geneve.

Corbett J., De Brouwer G. (2003). "A new financial market structure for East Asia: how to promote regional financial market integration?" Mimeo Australian National University.

Dammers C.R., McCauley R. (2006). "Obligations en monnaie-panier sur l'euromarché : enseignements. Revue Trimestrielle de la BRI, Mars 2006, Bâle.

De Brouwer G. (2002). « Does a Formal Common-Basket Peg in East Asia Make Economic Sense? ». In G De Brouwer éditeur: "Financial Markets and Policy in East Asia", Routledge.

Dornbusch R., Park Y.C. (1999). "Flexibility or Nominal anchors?" In S. Collignon, J. Pisani-Ferry and Y. Chul Park editors: "Exchange rate Policies in Emerging Asian Countries". Routledge, Londres.

Eichengreen B. (2006a). "The parallel Currency Approach to Asian Monetary Integration". In panel on "Asian Currency Matters" at the American Economic Association, 7 January, Boston, Massachusetts.

Eichengreen B. (2006b). "The development of Asian Bond Markets." BIS Papers n° 30: "Asian bond markets: issues and prospects". Bank for International Settlement, Monetary and Economic Department, November 2006, Basle.

Eichengreen B., Hausmann R., Panizza U. (2003). "The Pain of Original Sin". Miméo: [www.econ.berkeley.edu/~eichengr/research/ospainaug21-03.pdf](http://www.econ.berkeley.edu/~eichengr/research/ospainaug21-03.pdf)

Epstein G., Jomo K.S., Grabel I. (2004). "Capital Management Techniques In Developing Countries: An Assessment of Experiences from the 1990's and Lessons For the Future". G-24 Discussion Paper Series Research papers for the Intergovernmental Group of Twenty-Four on International Monetary Affairs? United Nations, New York and Geneva.

Frankel, J. A. (1999). "No Single Currency Regime Is Right for All Countries or at All Times." *Essays in International Finance*, No. 215 (August), International Finance Section, Princeton University, Princeton.

Frankel, J. A. (1993). "Is Japan Creating a Yen Bloc in East Asia and the Pacific?". Dans J. A Frankel, M. Kahler éditeurs: "Regionalism and Rivalry: Japan and the U.S. in Pacific Asia". University of Chicago Press, Chicago.

Frankel, J. A., Rose A. K.. (1998). "The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criterion." *Economic Journal*, 108: 449 (July), pp. 1009-1025.

Friedman, M. 1953. "The Case for Flexible Exchange Rates." Milton Friedman, *Essays in Positive Economics* (Chicago: University of Chicago Press), pp. 157-203.

Giovanini Group (The) (2003). *Second Reports on EU clearing and Settlement Arrangements*, European Commission, Brussels.

Giovanini Group (The) (2001). *First Reports on EU clearing and Settlement Arrangements*, European Commission, Brussels.

Glick R. (2005). "Does Europe's Path to Monetary Union Provide Lessons for East Asia?" *Federal Reserve Bank of San Fransisco Economic Letter*, N° 2005-19, August, San Fransisco.

Goto, J., Hamada K. (1994). "Economic Preconditions for Asian Regional Integration." Takatoshi Ito and Anne O. Krueger, eds., *Macroeconomic Linkage: Savings, Exchange Rates, and Capital Flows* (Chicago: University of Chicago Press), pp. 359-385.

Goto J. (2002). "Economic Preconditions for Monetary Integration in East Asia". *Research Institute for Economics and business Administration*, Kobe University.

Hamada K., Jeon S-C, Ryou J-W (2004). "Asian Bond Market: Issue, Prospects and Tasks for Cooperation". Prepared for the Korea and the World Economy III Conference, Sunkyunkwan University, Seoul, July 3-4, 2004.

Henning C.Randall. (2004). "Regional Economic Integration and Institution Building". In J. McKay, M.O. Armengol, G.Pineau editors: "Regional Economic Integration in a Global Framework". G-20 Workshop, 22-23 September 2004, European Central Bank, Frankfurt.

Henning C.Randall. (2002). "The case for Regional Financial Cooperation in East Asia". PECC Finance Forum Conference: "Issues and Prospects for Regional Cooperation Stability and Development", Hilton Hawaiian Village, Honolulu, August 11-13, 2002.

Hefeker C., Nabor A., (2002). "Yen or Yuan? China's Role in the future of Asian Monetary Integration". HWWA Discussion paper n° 206, prepared for the Conference on "East Asian Monetary and Financial Cooperation" at Hamburg Institute of International Economics (HWWA), Hambourg.

Ho C., Ma G., McCauley R. (2005). « Trading Asian currencies ». *BIS Quaterly Review*, BIS, Basle.

Huang Y., Feng G. (2006). "Is currency Union a Feasible Option in East Asia? A multivariate structural VAR Approach". *Research in International Business and Finance*, vol. 20, p 77-94.

IOSCO (2005). "Exchange Demutualization In Emerging markets". *Emerging Markets Committee of the International Organization of securities Commission*.



- Ito, Takatoshi (2004). "Promoting Asian Basket Currency Bonds," in Takatoshi Ito and Yung Chul Park (eds.), *Developing Asian Bond Markets*, Asia Pacific Press at the Australian National University: 67-89.
- Jeon J., Oh Y., Yang D.Y. (2005). "Financial Market Integration in East Asia: Regional or Global". KIEP Working Paper, Seoul.
- Katz R. (2004). "Japan-Asia Trade: How much Real Integration?" Asian Voices Seminar, June 24, Sasakawa Peace Foundation, États-Unis.
- Kawai M. (2002). "Exchange rate Arrangements in East Asia: Lessons from the 1997-98 Crisis". *Monetary and Economic Studies*, Vol. 20, n° S-1, December, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan.
- Kawai M., Motonishi T. (2005). "Is East Asia an Optimum Currency Area?" In M. Kawai Editor: "Financial Interdependence and Exchange Rate Regimes in East Asia". Korean Institute for International Economic Policy and Policy Research Institute, Ministry of Finance Japan. Proceeding of the Conference "Financial Interdependence and Exchange Rate Regime in East Asia", 2-3 December 2004, Tokyo.
- Kawai M., Akiyama S. (2000). "Implications of the Currency Crisis for Exchange rate Arrangements in emerging East Asia". Policy Research Working Paper 2502, the World Bank.
- Kawasaki K., Ogawa E. (2003). "Possibility of Creating a Common Currency Basket for East Asia". JBICI Discussion Paper Series n°5, September 2003, Japan Bank for International Cooperation (JBIC), Tokyo.
- Kawasaki K., Ogawa E. (2001). "Toward an Asian Currency Union". KIEP/NEAEF Conference on Strengthening Economic Cooperation in Northeast Asia held in Honolulu, Hawaii, on 16-17 August 2001.
- Kenen P. (2006). "Comments on 'The Parallel Currency Approach to Asian Monetary Unification' by B. Eichengreen". "Asian Currency Matters". AEA Meetings, Boston, January 7.
- Kim H., Moon W., Yoon D.R. (2004). "Monetary Union and Real Convergence Compared: Europe and East Asia". KIEP Discussion Paper, 04-01. April, Seoul.
- Kuroda H. (2004). "Transitional Steps in the road to a single Currency in East Asia". Communication au séminaire annuel de la Banque Asiatique de Développement, Jeju, Corée.
- Kim J.S. (2005). "Is the Pegged Regime a Feasible Alternative in East Asia?" Korean Institute for International Economic Policy and Policy Research Institute, Ministry of Finance Japan. Proceeding of the Conference "Financial Interdependence and Exchange Rate Regime in East Asia", 2-3 December 2004, Tokyo.
- Kwack S.Y (2004). "An Optimum Currency Area in East Asia: Feasibility, Coordination and Leadership". *Journal of Asian Economics* 15(1), February, pp. 153-169.
- Kwan C.H. (2001). "Yen Bloc: Toward Economic Integration in East Asia". The Brookings Institution, Washington DC.
- Kwan C.H. (1998a). "The Theory of Optimum Currency Area and the Possibility of forming a Yen Bloc in Asia". *Journal of Asian Economics*, Vol. 9(4), p 555-580.

- Kwan C.H. (1998b). "Yen for an Anchor? Asia in Search of a New Exchange Rate Regime. In C.H. Kwan, G. Manzano, R. Moreno, G. Pasadilla, E. Remonola, H. Wolf: "Asia Responding to Crisis". Asian Development Bank Institute, 1 January.
- Lee J.W., Park Y.C., Shin K. (2002). "A currency Union in East Asia". Background paper for the Asian Development Bank's "Study on Monetary and Financial Cooperation in East Asia".
- Ling P., Yuen H. (2001). "Optimum currency Areas in East Asia: A Structural VAR approach." ASEAN Economic Bulletin: August 2001 Issue.
- Ma G., Remolona E.M. (2005). « Le Fonds obligataire Asie ABF2 : enseignements pour l'ouverture des marchés ». Rapport trimestriel BRI, juin 2005, Banque des Règlements Internationaux, Bâle.
- Malcom J. (2005). "Anticipating the spill-over from CNY revaluation". Asian FX notes, 4 January, Deutsche Bank.
- Manning C., Bhatnagar P (2004). "The movement of Natural Persons in Southeast Asia: How Natural?"
- Manning C. (2000). "Labour Mobility, Business Migration and Economic Development in the APEC Region". Paper presented at the "APEC Workshop on trade Facilitation in the Asia Pacific: New Directions and the Development Challenge", 13-14 September.
- McAleer M., Sato K, Zhang Z., (2004). "Is a monetary union feasible for East Asia?" Applied Economics 36(10), June, pp 1031-1043.
- McCauley R. N., Park Y-C. (2006). "Developing the bond market(s) of East Asia: global, regional or national?" In "Asian bond markets: issues and prospects". BIS Papers No 30, Monetary and Economic Department, BIS Basle.
- McCauley R. N., Fung S.S, Gadanez B., (2002). "Intégration financière de l'Est-asiatique". Rapport trimestriel BRI, décembre 2002.
- McKinnon R.I. (2001). "After the Crisis, the East Asian Dollar Standard Resurrected." A paper presented to the international conference on "Monetary Outlook on East Asia in an Integrating World Economy" (September 5-6), Chulalongkorn University, Bangkok.
- McKinnon R. I (1963), "Optimum Currency Areas", American Economic Review vol. 53, p717-725.
- McKinnon R.I, Schnabl G. (2004). » The East Asian Dollar Standard, Fear of Floating and Original Sin". Review of Development Economics, 8(3), 331—360.
- Ministry of Finance of Japan (2003). « Promoting the Internationalisation of the yen », Study Group for the Promotion of the Internationalisation of the Yen", Chairperson's Report, Tokyo.
- Mori J., Kinukawa N., Nukaya H., Hashimoto M. (2002). "Integration of the East Asian Economies and a Step by Step Approach towards a Currency Basket Regime". Institute for International Monetary Affairs, Research Report, n° 2, November 30<sup>th</sup>.
- Mundell, R. A. (2002). "Does Asia Need a Common Currency?" Pacific Economic Review, 7, 1, pp 3-12.
- Mundell, R. A. (1961). "A Theory of Optimum Currency Areas." American Economic Review, 51 (September), pp. 657-65.

- Ng F., Yeats A (2003). "Major Trade trends in East Asia: what are their Implications for Regional Cooperation and Growth?" World Bank Policy Research Working Paper 3084, World Bank, Washington DC.
- Ng T.H. (2002). "Should the Southeast Asian Countries Form a Currency Union?" *The Developing Economies*, vol. 40, pp 113-134.
- Ngiam .K.J., Yuen H. (2001). "Monetary Co-operation in East Asia: A way Forward", *Singapore Economic Review*, Vol.42, n°.2, October.
- Ogawa S., Shimizu S. (2005). "A Deviation Measurement for Coordinated Exchange Rate Policies in East Asia". RIETI Discussion Paper, 05-E-017.
- Park Yung-Chul, Park Daekun (2005). "Toward Developing Regional Bond Markets in East Asia. *Asian Economic Papers*, 3-2.
- Rhee S. Ghon (2003). "The Structure and Characteristics of East Asian Bond Markets". The 2<sup>nd</sup> Annual Conference of PEEC Finance Forum: "Issues and Challenges for Regional Financial Cooperation in the Asia-Pacific". Hilton Hua Resort, Hua Hin, Thailand, July 8-9, 2003.
- Sakakibara E., Yamakawa S. (2005). « Market-driven integration in East Asia ». In J. McKay, M.O. Armengol, G.Pineau editors: "Regional Economic Integration in a Global Framework". G-20 Workshop, 22-23 September 2004, European Central Bank, Frankfurt.
- Saxena S.C (2005). "Can South Asia adopt a Common Currency?" *Journal of Asian Economics*, 16 (2005), p 635-662.
- Stiglitz J. (2002). "La grande désillusion". Fayard, Paris.
- Takagi, Shinji (2002), "Fostering Capital Markets in a Bank-based Financial System: A Review of Major Conceptual Issues", *Asian Development Review*, 19(1), pp. 67-97.
- Takeuschi A. (2006). "Identifying Impediments to cross-border Investments and Issuance in Asian Countries". BIS Papers n° 30: "Asian bond markets: issues and prospects". Bank for International Settlement, Monetary and Economic Department, November 2006, Basle.
- Von Furstenberg G., Wei J. (2003). "The Chinese Crux of Monetary Union in east Asia".
- Williamson J. (2005). « A currency Basket for East Asia, Not Just China ». Policy Brief, n° PB05-1, August 2005. Institute for International Economics, Washington DC.
- Williamson J. (1999a). "The Case for a Common Basket Peg for East Asian Currencies. Dans S. Collignon, J. Pisani-Ferry, Y.C. Park éditeurs, "Exchange Rate Policies in Emerging Asian Countries", Routledge, London.
- Williamson J. (1999b). "Crawling bands or monitoring bands: how to manage exchange rates in a world of capital mobility". Policy Brief 99-3, International Finance. Institute for International Economics, Washington DC, [www.ie.com/publications/pb/pb99-3.htm](http://www.ie.com/publications/pb/pb99-3.htm)
- Yuen H. (2000). "Is Asia an Optimum Currency Area? Shocking Aspects of Output Fluctuations in East Asia". Working Paper, August, National University of Singapore.
- Yusuf S. (2004). "Competitiveness through Technological Advances under Global Production Networking". In S. Yusuf, M. Anum Altaf and Kaoru

Nabeshima, editors: "Global Production Networking and Technological Change in East Asia". Oxford University Press, New York.